إدارة الإستثمار والمحافظ المالية

الدكتور
خلفان حمد عيسى





$

إدارة الإستثمار والمحافظ المالية

د. خلفان حمد عيسى

الطبعة الأولى 2016



ISBN: 978-9957-580-77-3

المملكة الأردنية الهاشمية

رقم الإيداع في المكتبة الوطنية

2015/10/4533

332.6

إسم الكتاب: إدارة الإستثمار والمحافظ المالية

إسم المؤلف: خلفان حمد عيسى

الواصفات: الاستثمار المالي//المالية//الاقتصاد



الأردن- عمان
جوال: 962796296514
تلفاكـــــــس: 96264778770
ص.ب 520651 عمان 11152 الاردن
E-mail: dar_janadria@yahoo.com

المقدمة

تظهر الأهمية الاقتصادية لعنصر الاستثمار كمتغير اقتصادي. من خلال الدور الذي يلعبه في مسار النظام الاقتصادي، وتطوره حركيا. ولاسيما وأنه وثيق الارتباط والصلة بصورة مباشرة أو غير مباشرة، بمتغيرات الادخار والدخل والاستهلاك، ومستوى التشغيل، ومستوى النمو والتنمية الاقتصادية.

مما يجدر بنا تناول بعض الجوانب الهامة لعنصر الاستثمار، من خلال الدراسات التحليلية للأفكار الاقتصادية لمختلف المدارس الاقتصادية الهامة.

وفي هذا الشأن يفسر الاستثمار، الفكر الاقتصادي الكلاسيكي، من خلال علاقته بالادخار. وفي الفكر الاقتصادي الماركسي، يفسر مفهوم الاستثمار من خلال تطرق كارل ماركس إلى نظرية القيمة وفائض القيمة، وكذا علاقته بالتراكم والفائض الاقتصادي، ورأس المال. أما المدرسة الكينزية وضحت متغير الاستثمار عن طريق العلاقة التي تربطه بالاستهلاك والادخار والدخل، وأيضا الكفاية الحدية لرأس المال، والنمو الاقتصادي. في حين نجد الاستثمار في المنهج الإسلامي يفسر على أساس أحكام الشريعة الإسلامية ومقاصدها الشرعية، وهذا ما يختلف عن المناهج الوضعية السابقة.

وعلى هـذا الأسـاس نتسـاءل عـن ماهيـة الاسـتثمار؟ مـاذا يقصـد بالاسـتثمار وأنواعـه المختلفة ؟ ما هي المجالات التي يتم فيها الاستثمار والأدوات المستعملة والمتاحة لـه ؟ وأخيراً ماهية طبيعة الاستثمارات وأهميتها الاقتصادية والاجتماعية ؟

مؤلف الكتاب

الفصل الأول

ماهية الإستثمار

الاستثمار في الفكر الاقتصادي الكلاسيكي

إن النموذج النظري الكلاسيكي يقوم بتحليل وتحديد مفهوم الاستثمار من خلال إبراز العلاقة التي تربط الادخار بالاستثمار، في حين يعتبر الفكر الكلاسيكي أن التراكم كمصدر للنمو الاقتصادي مثلما أوضحه أدم سميث (A.smith). وفي هذا الشأن نتطرق في هذا المبحث إلى كيفية تحديد الادخار لمتغير الاستثمار, ثم إظهار الأسباب التي تدعو إلى الادخار، ووظيفة تقسيم العمل ودوره في تراكم رأس المال، وأخيرا تقييم النظرية الكلاسيكية لمفهوم الاستثمار.

الادخار وعلاقته بالاستثمار

إن الكلاسيكيين ركزوا اهتمامهم على شروط التطور والنمو الاقتصادي، واهتدوا فعلا إلى فكرة الفائض الاقتصادي المتمثل في الادخار، وحاولوا إيجاد العلاقة التي تربط الادخار بالاستثمار. وأقاموا عليها تحليلهم المعروف بنظرية تكوين رأس المال.

الادخار في النظرية الرأسمالية الكلاسيكية هو القوى الشرائية السائلة والمتوفرة، والتي يتم أستبعد استعمالها في الاستهلاك، بقصد استخدامها على أوجه الحصول على اللوازم من المواد الغذائية للعمال، والمواد الأولية وأدوات العمل في مختلف الورشات. وهو إذن عملية استثمار يترتب عنها بناء طاقة إنتاجية جديدة أو إحداث تراكم وبالتالي فإن الكلاسيكيين قد نظروا إلى الادخار على أنه مصدر للاستثمار والعلاقة بينهما علاقة وطيدة ويعتبر آدم سميث (A. Smith) أن الادخار والعمل شرطين ضروريين لإثراء الأمة، ويشاركه في الرأي

جميع رواد الفكر الكلاسيكي منهم دفيد ريكاردو (D. Ricardo) وجان باتيست ساي (J. B. Say)

وطالما أن الادخار يعتبر مصدر التراكم الرأسمالي، وبالتالي مصدر للثروة كما يرى آدم سميث. فإن ارتفاع حجمه يستلزم انخفاض الأجور، مما يجعل الاثنين إذن في حالة عكسية ولا يكفي انخفاض الأجور لإحداث التراكم الكبير والسريع عند الفكر التقليدي بل لابد أيضا من تخفيض الريع. لأن الصناعة هي النشاط الذي يتم فيه تكوين رأس المال و ليس الزراعة أي أن الطبقة الرأسمالية تخصص جزءا كبيرا من الأرباح لأغراض التراكم، وبالتالي يعتبر الربح مصدر أساسي للادخار والعلاقة التي تربطهما علاقة طردية. وهكذا اهتم التحليل الكلاسيكي بالادخار لاعتباره كشرط ضروري الذي يسبق العمل لتدعيم التنمية الاقتصادية، ولما له علاقة دائمة بالاستثمار.

دور تقسيم العمل في تراكم رأس المال

إن رأس المال مرتبط بالنظرية الخاصة بتقسيم العمل عند آدم سميث (A.Smith 1723-1790) الموضحة في مؤلفه " ثروة الأمم" حيث يذكر ➢ عندما لا يكون هناك تقسيم للعمل لا يكون قسط متراكم متجمع مسبقا قصد تسيير شؤون المجتمع ➢ بمعنى أن تراكم رأس المال ضروري لتقسيم العمل الذي يترتب عنه زيادة التشغيل والإنتاج.في حين كلما تعدد تقسيم العمل أدى إلى زيادة جديدة في تراكم المواد الغذائية والمواد الأولية والأدوات.

وأن أصل تقسيم العمل يهدف أساساً إلى البحث عن الكفاءة في العمليات الإنتاجية المتخصصة بالنسبة للأفراد المنتجين المستقلين، فتقسيم العمل يؤهل الأفراد في تخصصهم في شكل واحد من النشاط الاقتصادي، وهذا ما يشجع مبادلة و تجارة السلع.

يتضح لنا من خلال نظرية آدم سميث أن التأثير متبادل بين رأس المال وتقسيم العمل، تجعل العمل محور الإنتاج والتراكم. حيث يعتبر آدم سميث أن رأس المال هو مفهوم مادي، يتمثل في الأموال التي يترتب عنها خلق دخل إضافي أو ربح، بمعنى إنتاج قيمة مادية جديدة.

لذا يعتبر العمل كقوة محركة لرأس المال، وتمثل ديناميكية الإنتاج، وهذا من خلال تقسيمه للعمل إلى عمل منتج وعمل غير منتج. فالأول يخلق قيمة جديدة تمكن من تقديم خدمات جديدة مثل العمل الزراعي والعمل الصناعي والعمل التجاري.لأن هذه الأعمال يترتب عنها خلق قيمة مادية أو ناتج يؤدي إلى رأس مال متراكم يزيد مع حجم تشغيل العمال. أما العمل غير المنتج هو الذي لا يترتب عنه خلق أو زيادة قيمة أي نوع من أنواع الناتج السابق ذكرها.

وبذلك يعتبر آدم سميث أن العمل المنتج مصدر تراكم رأس المال، وهذا الأخير يوسع نطاق الإنتاج، ويخلق حركة نشيطة من العمل المنتج في المجتمع.

- أما دفيد ريكاردو David Ricardo: (1772 -1823)

يركز اهتمامه في تحديد مفهوم القيمة, ويرى أن ما يحددها عنصران:

وقت العمل ووقت الحصول على رأس المال أي أنه يفرق بين نوعين من العمل أحدهما هـو وقـت العمل الحي الذي يبذله حاليا المنتجون، و ثانيهما هو كمية العمـل القـديم الـذي بذلـه المنتجـون السابقون والمتمثل في وسائل الإنتاج التي يستعملها العمل الحاضر. ومن ثمة يبدو واضـحاً أن رأس المال عند ريكاردو هو مال اقتصادي يساهم في خلق القيمة ووسيلة للإنتـاج، وهـي وسـيلة قديمـة قدم الإنسان.

غير أن ريكاردو اكتشف أن العمل عنصر من عناصر رأس المال، وأن التـراكم يتمثـل في زيـادة رأس المال الذي يعبر عنه بتشغيل عدد إضافي من العمال ويعتقد ريكاردو. أن تراكم رأس المـال يـؤدي على زيادة التشغيل، ويترتب عن ذلك ارتفاع الأجور وارتفاع سعر الفائدة، وهذا ما يؤدي حـتما إلى انخفاض الأرباح.

-أما جان بايتيبست ساي J. B.Say (1767 -1832):

وهو فرنسي كلاسيكي، أعطـى مفهومًا خاصًـا لـرأس المـال يختلـف عـن الاقتصـاديين السـابقين آدم سميث و دافييد ريكاردو. حيث قسمه إلى:

رأس مال منتج، ورأس مال غير منـتج، أمـا رأس المـال المنـتج يتمثـل في الأمـوال الاقتصـادية التـي تستخدم في إنتاج منفعة، سواء كانت هذه المنفعة متجسدة في مادة أو خدمة. أما رأس المـال غـير المنتج يتمثل في نوع من القيم المنتجة التي لا توجه إلى الإنتاج ولا إلى الاستهلاك، وإنما يحتفظ بهـا لأغراض المستقبل للتظاهر بالفضفضة والثراء لدى طبقة الأسياد.

حيث يعتبر أن مصدر التراكم يتمثل في الفائض عن الاستهلاك. أما التراكم يتشخص فقط في الاستثمار الصافي. فيرى أن التراكم الذي يكون رأس مال جديد, لا يبدأ إلا بعد التعويض الكامل لرأس المال القديم. ولا يحدث التراكم إلا بالإنتاج المادي، فقيمة هذه المواد هي التي تؤدي إلى زيادة رأس المال، ومن ثم يستبعد حدوث التراكم عن طريق الإنتاج غير المادي.

تقييم النظرية الكلاسيكية حول مفهوم الاستثمار

يمكن أن نلخص الفكر الكلاسيكي حول تحديد مفهوم الاستثمار في النقاط التالية:

- ☒ أنه في الواقع العملي قد يكون الادخار أكبر أو أقل من الاستثمار.
- ☒ إن تحقيق التعادل بين الادخار والاستثمار، أي عرض رأس المال والطلب على رأس المال يحدد مستوى سعر الفائدة.
- ☒ زيادة الادخار تؤدي إلى الطلب الكلي على الاستثمار، وإلى انخفاض الطلب الكلي على الاستهلاك، مع ثبات مستوى الدخل الكلي والعكس صحيح.

إن العرض يخلق الطلب عليه، أو ما يسمى (بقانون ساي في الأسواق). وعلى ذلك فالطلب الكلي على الاستهلاك والاستثمار يقابله عرض كلي للسلع الاستهلاكية والاستثمارية ومساويه في القيمة. وهذا يعني أن الطلب الكلي على الاستهلاك والاستثمار معًا سيظل متعادلا مع العرض الكلي.ورغم أن النظرية الكلاسيكية قد وضعت الحجر الأساس لمفهوم الاستثمار ورأس المال، ودوره في

التنمية والتطور الاقتصادي. غير أن هذه النظرية لا تنجو من انتقادات من طرف رواد ومفكري المدارس الاقتصادية الماركسية والكينزية

ومن بين الانتقادات الموجهة لآدم سميث في تصوره لتراكم رأس المال، أنه مفهوم ضيق يقتصر على زيادة تشغيل العمال المنتجين، أو زيادة قدرتهم الإنتاجية، مثلما يذكر في كتابه ثروة الأمم➢ لكي نرفع قيمة الناتج السنوي للأرض وللعمل في أمة، لا يوجد سبيل أخر غير زيادة العمال المنتجين، أو زيادة القدرة الإنتاجية للعمال➢. وهي زيادة تتطلب زيادة رؤوس الأموال لمواجهة العدد الإضافي من العمال المشغلين في الإنتاج. وهنا يظهر فشل آدم سميث في تشخيص العمل من ضمن عناصر رأس المال. ورغم هذه الانتقادات فإن آدم سميت أسس نظرية علمية هامة لرأس المال.

في حين جرى الخلط عند ريكاردو بين علاقة رأس المال المتغير بالدائم، وكذا راس المال المتداول بالثابت .

الاستثمار في الفكر الاقتصادي الماركسي

إن النتائج التي توصلت إليها المدرسة، الكلاسيكية، كانت مخالفة لنتائج أفكار المدرسة الماركسية، رغم وجود بعض التشابه في التحليل. حيث أخذ: كارل ماركس (Karl- Marx) (*) مفهوم نظرية القيمة عن الكلاسيكيين. غير أنه وصف النظام الرأسمالي الذي حكم عليه بالزوال، ويرى أن العلاقات الاجتماعية

(*) KARL MARX (1818–1883): ولد كارل ماركس في ألمانيا وأصبح أستاذا للفلسفة، ولعب دورا كلبيرا في الحركات التحريرية الثورية، فطرد من ألمانيا إلى إنجلترا ومن أهم مؤلفاته "رأس المال"

مرتبطة ارتباط وثيق بقوى الإنتاج. وفي هذا المضمار نتطرق لبعض الأفكار المهمة لدى ماركس وعلاقتها بالاستثمار حسب المحاور التالية:

- ☒ نظرية القيمة وفائض القيمة.
- ☒ الإستثمار وعلاقته بالتراكم و الفائض الاقتصادي.
- ☒ الاستثمار وعلاقته برأس المال.

نظرية القيمة وفائض القيمة

1- نظرية القيمة (La théorie de la valeur):

يعتبر Karl Marx أن قيمة سلعة ما تقاس بالعمل الذي تضمنته تلك السلعة. أي بعدد الساعات التي استغرقتها تحويل وإنتاج السلعة .

من هذا التعريف يتبين أن قيمة السلعة تتجلى في الحجم الساعي الذي يقضه العامل لإنتاج مادة ما، على أساس توفر مستوى معين من وسائل الإنتاج.

ومن ثمة فإن كل المواد المنتجة، ما هي إلا مجرد تراكم للعمل البشري الذي يعتبر أساس الإنتاج.

2- نظرية فائض القيمة (La théorie de la plus value):

يتمحور تحليل كارل ماركس في نظرية فائض القيمة (la plus value) على أن الرأسمالي يشتري من العامل قوة عمله ويدفع له قيمة لقاء ذلك، ويتحدد قيمة قوة العمل كأي سلعة أخرى بوقت العمل الضروري لإنتاج السلع التي يحتاج

إليها لمعيشته ومعيشة عائلته. بمعنى أن العمال يضطرون للاشتغال كحساب صاحب رأس المال، ويتزاحمون في عرض عملهم. وبالتالي يمنحهم الرأسمالي أقل اجر يمكنهم من العيش، وفي نفس الوقت ينتجون لصالح صاحب رأس المال مواد تساوي قيمتها مقدار العمل المتراكم اللازم لصناعة المادة.

وهكذا يجعل صاحب رأس المال على الفارق الموجود بين قيمة المادة، أي العمل وقيمة الأجر، وهذا الفرق يسمى " بفائض القيمة"، وهذا المفهوم الأساسي للماركسيين لتحليل النظام الرأسمالي، أي استغلال الرأسمالي للعامل.

الاستثمار وعلاقته بالتراكم والفائض الاقتصادي

1- علاقة الاستثمار بالتراكم:

يستطيع أصحاب رؤوس الأموال من جمع وتكديس الأموال نتيجة للأرباح التي يحصلون عليها نتيجة حصولهم على فائض القيمة. ويستعملون هذه الأموال في عملية الاستثمار، أي شراء راس المال. ولقد قسم كارل ماركس رأس المال إلى قسمين:

- ☒ رأس المال الثابت والذي يتكون من الآلات والمعدات والمواد الأولية.
- ☒ رأس المال المتغير أو الدائر وهو الذي تدفع منه الأجور.
- ☒ أما فائض القيمة مصدره رأس المال المتغير.

وعندما يتحول رأس المال الثابت ورأس المال المتغير إلى نقود تتحول معه فائض القيمة إلى نقود أيضاً. وفائض القيمة المحول بهذا الشكل يعيد الرأسمالي

تحويله إلى عناصر طبيعية من رأسماله الإنتاجي، من أجل تحديد عملية الإنتاج وهو ما يحدث عملية التراكم الرأسمالي.

وما يمكن استخلاصه أن رأس المال المتغير هو مصدر فائض القيمة، وهو عين التراكم. وأن الادخار هو مصدر التراكم، وأن عملية التراكم هذه مرتبطة بالاستثمار الذي هو في حد ذاته أداة عملية إعادة الإنتاج الموسع، أي تجديد وتوسيع الطاقة الإنتاجية للمجتمع.

وأن الاستثمار يؤدي إلى خلق موارد إنتاجية، و بالتالي فإن سياسة التراكم تقتضي إعطاء الأولوية لقطاع إنتاج الوسائل الإنتاجية أو التوسع في الاستثمار.

2- علاقة الاستثمار بالفائض الاقتصادي:

حسب كارل ماركس فإن الفائض الاقتصادي يقصد به: الزيادة في مجموع العمل تحت شكله المادي أو شكله القيمي بالنسبة للعمل الضروري بمعنى هو عبارة عن فائض الناتج الاجتماعي الصافي عن العمل الضروري اجتماعيا للإنتاج . وفي تعريف الاقتصادي الاشتراكي الأمريكي بول بارا (P.Baran) لمفهوم الفائض، هو ➢ ذلك الناتج عن الزيادة في الإنتاج الجاري الفعلي للمجتمع عن الاستهلاك الفعلي له ➣.ويقصد بالإنتاج الجاري الفعلي للمجتمع هو الناتج الاجتماعي الصافي، ويعني بالفائض الاقتصادي، الجزء المتراكم من فائض القيمة. أما المقصود بالاستهلاك الفعلي هو مجموع استهلاك الطبقة

العاملة المتمثل في رأس المال المتغير، واستهلاك الطبقة الرأسمالية المتمثل في جزء من فائض القيمة.

ويمكن استنتاج العلاقة التي تربط الفائض الاقتصادي بالاستثمار، في أن عملية الاستثمار مرتبطة بإعادة الإنتاج الموسع، وهو يستمد مصدره من الفائض الاقتصادي الذي هو أكثر شمولية من الاستثمار ومن الادخار. ويعتمد الاستثمار في تمويله على الفائض الاقتصادي، وهو عملية خلق شروط موضوعية وذاتية للإنتاج، أي ما يبذله الإنسان من جهد فكري وعضلي على مختلف الموارد الإنتاجية المعمرة والدائرة من أجل خلق مادة نافعة للإنسان.

الاستثمار وعلاقته برأس المال

تبرز علاقة الاستثمار برأس المال، في طبيعة العلاقتين الاجتماعية والفنية بينهما، وفي التفرقة ما بينهما من حيث دراسة طبيعة العلاقة القائمة بينهما.

- أما من حيث العلاقة الإجماعية والفنية للاستثمار ورأس المال:

الاستثمار هو علاقة اجتماعية وعملية اقتصادية، تتم بين عدد من الأفراد يشكلون جماعة عمل استثماري في وحدة اقتصادية معينة. وفي نفس الوقت يعتبر الاستثمار علاقة فنية، لأن وظيفته خلق وسائل العمل التي تمكن من تجديد وتوسيع الطاقة الإنتاجية للمجتمع.

في حين رأس المال أيضًا علاقة اجتماعية وفنية. ويذكر كارل ماركس ➢ إن تداول السلع هو نقطة انطلاق رأس المال، ويظهر حيث الإنتاج السلعي والتجارة قد بلغا درجة ما من التطور ➢ بمعنى أن رأس المال علاقة اجتماعية لها طبيعة

تبادلية، لأنها سلعة متبادلة بين الأفراد وتحكمها علاقة الملكية الخاصة. وكذلك رأس المال هو علاقة فنية متمثلة في ذلك الجزء من الإنتاج الذي يعيد المجتمع استخدامه في الإنتاج بدلاً من استهلاكه، ويسمى كارل ماركس هذا الجزء من الإنتاج " بوسائل الإنتاج"، وهي بالنسبة للاستثمار وسائل استثمارية.

- أما طبيعة علاقة الاستثمار براس المال، تتجلى في كونهما علاقتين اجتماعيتين وفنيتين، وإن الذي يحدد حجم رأس المال هو الاستثمار.

وفي هذا الصدد يقول كارل ماركس ➢ إن طرق استثمار قيمة لتشغيلها كرأس مال من أجل أن يعيد لمالكه فائض قيمة➣. بمعنى أن عملية الاستثمار هي تشغيل لرأس المال، أي أن رأس المال يشكل وسيلة استثمارية. وأن الاستثمار هو متغير مستقل يؤدي تطوره إلى تطور جزء من رأس المال كمتغير تابع.

وإن الاستثمار قسمان: أحدهما استثمار تعويضي لراس المال. بسبب الاندثار، والثاني استثمار إضافي لرأس المال، فالحالة الأولى هي ➢إعادة الإنتاج البسيط ➣. أما الاستثمار الإضافي لرأس المال، فهو يمثل توسيع رأس المال الثابت، عن طريق تخصيص جزء من فائض القيمة، وتحويل إلى رأس مال نقدي ورأس مال إنتاجي (المتغير والثابت)، وأن إعادة الإنتاج في هذه الحالة تعبر عن➢إعادة الإنتاج الموسع ➣ .

الاستثمار في الفكر الاقتصادي الكينزي

إن حدوث الأزمة الاقتصادية العالمية الكبرى سنة 1929 في الدول الرأسمالية، التي تمثلت أساساً في تقلص الطلب وانتشار البطالة، كانت نقطة الانطلاق

لصـدور كتـاب ➢ النظريـة العامـة للاسـتخدام والنقـود والفائـدة ➣ لصـاحبه جـون مينـارد كينز[*] ➢John Maynard Keynes➣ سنة 1936، مفسراً أسباب الظـواهر الخطـيرة التـي تنخـر النظام الرأسمالي مبيناً وسائل العلاج، منتقداً النظرية الكلاسيكية قبل أن يضـع منهجـه الجديـد. في حين وصف كينز كتاب➢ رأس المال➣ بأنه كتـاب اقتصـادي مضي عليـه الـزمن، ولا مكانـة لـه في العالم المعاصر.

وفي إطار دراسة مفهوم الاستثمار في النظرية الكنزية نتطرق إلى المحاور الرئيسية التالية:

- ☒ الاستثمار وعلاقته بالاستهلاك والادخار.
- ☒ الطلب على الاستثمار والكفاية الحدية لرأس المال.
- ☒ الدخل وعلاقته بمضاعف الاستثمار.
- ☒ الاستثمار والنمو الاقتصادي.

---

[*] (JHAN MAGNARD KEYNES (1883 – 1946: و لد في كمبردج نفس العام الذي توفي فيـه مـاركس، وهـو إقتصادي إنجليزي و تلميذ لألفريد مارشارل. درس في جامعة كمبردج، ثم أصبح أستاذا في نفـس الجامعـة. سافر إلى الهند وعمل موضفا بها، أصدر كتابه الأول " تـداول نقـدي والتمويـل، في الهنـد " في سـنة 1913. وشارك في مفاوضات فرساي بعد الحرب العالمية الأولى. وفي عـام 1936 أصـدر كتابـه المشـهور " النظريـة العامة في العمالة و الفائدة و النقـود ". مثـل بريطانيـا في مفاوضـات بريتـون – و ودز سـنة 1945 حيـث وضعت أسس المسائل النقدية و نظام النقد الدولي.

الاستثمار وعلاقته بالاستهلاك والادخار

إن زيادة الدخل عن الاحتياجات المعيشية (الاستهلاك) لأي شخص، يتولد لدى هذا الشخص فائضا يطلق عليه للادخار (L'épargne). وفي حالة توظيف هذا الجزء المدخر فيتم تسميته بالاستثمار (L'investissement). وفي هذا الشأن يرى كينز (Keynes) هناك تعادل بالضرورة بين الادخار وهو الفائض من الدخل بعد الاستهلاك، وبين الاستثمار وهو عبارة عن الجزء من الدخل الذي يذهب لزيادة التجهيزات. لذلك يتساوى الادخار مع الاستثمار، لأن كل منهما يساوي ذلك الجزء من الدخل الذي لم يستهلك في نهاية المرحلة. ومن هنا يمكن استنتاج تساوي الادخار بالاستثمار كما يلي :

الدخل (Revenu)= قيمة الإنتاج = الاستهلاك (La consommation) + الإستثمار..

ولدينا كذلك: الادخار = الدخل – الاستهلاك.........

ومن المعادلة نستنتج أن:

الاستثمار = الدخل - الاستهلاك............

وبتطابق المعادلة مع المعادلة نجد أن:

الادخار = الاستثمار.

وفي حالة الدخل الشخصي يكون مساويا لتلبية الاحتياجات الأساسية المعيشية، دون توفر فائض لديه، في هذه الحالة يكون الدخل مساويا للاستهلاك. أي أن: الدخل = الاستهلاك.

ويتبين مما سبق، بأن علاقة الاستثمار بالاستهلاك والدخل ، تتم عن طريق الدخل. ففي بعض الأحيان ما يكون الدخل مساويا للاستهلاك، وفي بعض الأحيان ما يكون الدخل مساويا للاستهلاك والادخار، (أو مساويا للاستهلاك والاستثمار)، وأحيانا أخرى ما يكون الدخل أقل من الاستهلاك، حيث يكون الدخل في هذه الحالة مساويا للاستهلاك ناقصًا الاقتراض أي أن:

الدخل = الاستهلاك – الاقتراض

وحسب الكلاسيكيين يرون أن الادخار يسبق الاستثمار، فالاستثمار هو نتيجة للادخار وتابع له. بينما كينز يرى أن الادخار يلي الاستثمار ويكون تابع له، بحيث أن الاستثمار يؤدي إلى خلق الدخل الذي يخلق بدوره الادخار.

الطلب على الاستثمار والكفاية الحدية لرأس المال

1- الكفاية الحدية لرأس المال ➢ L'efficacité marginale du capitale ➢:

إن المستثمر يفكر في مقدار العائدات التي يدرها الاستثمار أو الأصل الرأسمالي الجديد طول مدة حياة الاستثمار. و فضلاً عن ذلك فإن المستثمر يفكر أيضًا في بدائل هذا الاستثمار، إذ يمكنه مثلاً شراء سندات مدرة للفائدة، أو إيداع أمواله لدى البنوك مما يعود عليه بفائدة. وهنا يقارن المستثمر بين

العوائد التي يحصل عليها مـن جـراء الاسـتثمار في الأصـول الرأسـمالية الجديـدة، والفوائـد التـي يحصل عليها من جراء إيداع أمواله لدى المصارف أو في شراء السندات. و من هنا لـكي يكـون ثمـة حافز للاستثمار لدى رجال الأعمال، لابد أن يكون العائد من الاستثمار أعلى مـن سـعر الفائـدة، أو على الأقل مساويًا له.

وأن العلاقة بين المردود المرتقب من الرأسمال وسـعر عرضـه أو كلفـة اسـتبداله، أي كلفـة إنتـاج وحدة إضافية من هذا الرأسمال، تعطينا الكفاية الحديـة لرأس المـال. ويعـرف جـون منـارد كينـز (keynes) الكفاية (الفعالية) الحدية لرأس المال كمـا يلي:

➢هـي سعر الخصم الذي يطبق على المردودات السنويـة المتوقعة لرأس المال طول مـدة حياتـه، يجعل القيمة الحالية لهذه المردودات مساويـة لسعر عرض هـذا الرأسمال ➢.

ومن هذا التعريف تتضح العلاقة بين الغلّة المتوقعة من الأصل الرأسمالي الجديد وبين سعر عـرض هذا الأصل. ولا يقصد كينز بتكلفة العرض ثمن الأصل الموجود فعلا، بل بتكلفة إحلال (coût de remplacement) هذا الأصل، بأصل جديد يشبه تمامًا الأصل الذي سيتم الاستثمار فيه، لذا سـمى كينز ثمن عرض الأصل الرأسمالي الجديد " بتكلفة الإحلال ".

وبالتالي تعّرف الكفاية الحدية لرأس المال بصفة عامة: بأنها نسبة ' الغلة المتوقعة من الاستثمار في أصل من الأصول إلى ثمن عرض هذا الأصل أو تكلفة إحلاله.

إذا افترضنا آلة سوف تعطي عوائد مستقبلية سنوياً عن طريق تشغيلها، ولتكن هذه العوائد خلال عمر المشروع كما يلي:

$R_1, R_2, R_3, \ldots\ldots R_n$

حيث أن: R_1 هي عائد تشغيل الآلة في السنة الأولى

و R_n هي عائد تشغيل الآلة في السنة n.

ولحساب الكفاية الحدية برأس المال، نحسب معدل الخصم (discount Rate) الذي يجعل مجموع القيم الحالية للفوائد مساوية إلى ثمن رأس المال أي ثمن الآلة.

و نفترض أن P_K تمثل ثمن رأس المال، و (e) تمثل الكفاية الحدية لرأس المال تكون لدينا المعادلة التالية:

القيم الحالية للفوائد المتوقعة المخصومة = (P_K) ثمن رأس المال، أي أن:

$$P_K = \frac{R_1}{(1+e)^1} + \frac{R_2}{(1+e)^2} + \frac{R_3}{(1+e)^3} + \ldots\ldots\ldots\ldots + \frac{R_n}{(1+e)^n}$$

إذا تم معرفة قيم P_K، وR_1، R_2......... R_n، يمكننا معرفة قيمة الكفاية الحدية لرأس المال (e).

إذا كانت الكفاية الحدية لرأس المـال أكبر مـن معـدل الفائـدة السـائد في السـوق، أي ($e>i$) فـإن المستثمر في هذه الحالة يقدم على الاستثمار.

و إذا كان معدل الفائدة (i) أكبر من الكفاية الحدية لـرأس المـال (e)، أي ($e<i$) فـإن المسـتثمر في هذه الحالة يتوقف عن الاستثمار.

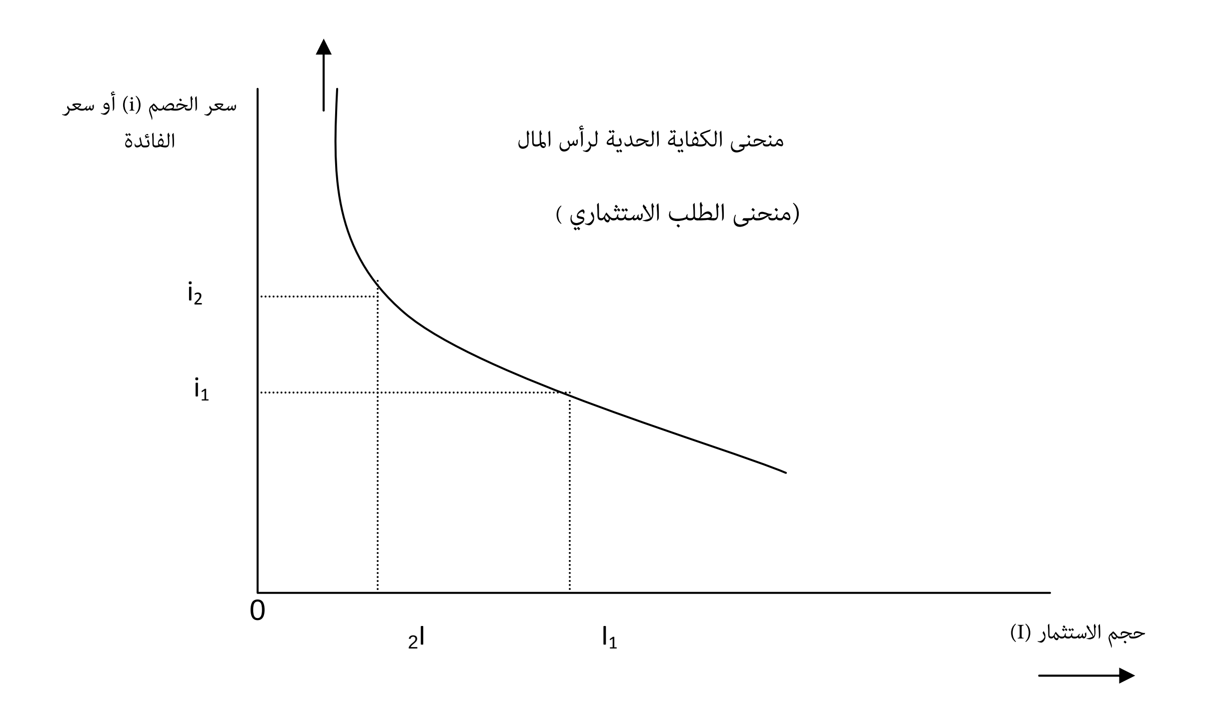
2- منحنى الطلب الاستثماري" la courbe de la demande d'investissement "

حسب التحليل الكينزي فإن زيادة التوظيف في رؤوس الأموال خلال فترة معينة، تؤدي إلى تنـاقص الفعالية الحدية لهذا الرأسمال الموظف لعدة أسباب منها:

- أن المردود المرتقب من هذا الرأسمال يتناقص حينما يزداد عرض رأس المال.
- إن زيادة الأصول الرأسمالية يؤدي إلى زيادة الإنتاج، وبزيادة الإنتاج والعـرض يـؤدي إلى انخفاض سعر المنتجات، وتقل بالتالي المردودية المتوقعة لهذه الأصول.
- إن زيادة الأصول الرأسمالية، يؤدي إلى ارتفـاع تكلفـة إنتاجهـا، بـافتراض أن إنتـاج هـذه الأصول يتم في ظل تناقص الغلـة، أو زيـادة التكـاليف، أي يميـل سـعر هـذه الأصـول أو تكلفة إحلالها أي الارتفاع .

وعلى هذا الأساس إذا زاد حجم الاستثمارات في الأصول الرأسمالية، هذا يـؤدي بالكفايـة الحدية لرأس المال إلى الانخفاض حسب الشكل التالي:

الشكل رقم (01): منحنى الطلب الاستثماري



كل نقطة من المنحنى تمثل مستوى معين من أسعار الخصم، ومستوى الاستثمارات الذي يتماشى مع هذه الأسعار.

ومن هذا الشكل تظهر العلاقة العكسية بين حجم الاستثمار وسعر الخصم المتوقع.

إذ كلما زاد حجم الاستثمار انخفض سعر الخصم المتوقع و العكس الصحيح.

الدخل وعلاقته بمضاعف الاستثمار

كما أوضحنا سابقا أن هناك علاقة تربط الدخل بالاستثمار، إذ أن الدخل يؤثر في الاستثمار ويتأثر به، " ومضاعف الإستثمار" يعني كيفية تأثير الاستثمار على الدخل، أما حالة تأثير الدخل على الاستثمار تسمى " بمعدل الاستثمار".

ويقصد بمضاعف الاستثمار (**Le multiplicateur d'investissement**)، ذلك المعدل العددي الذي يعبر عن مقدار الزيادة في الدخل المترتبة عن كل زيادة في الاستثمار، و يرمز بالرمز (ع) إلى مضاعف الاستثمار.

$$\frac{\Delta د}{\Delta ث}$$

حيث أن: ع = Δد: مقدار التغير في الدخل

Δث: مقدار التغير في الاستثمار

⇐ Δد = ع × Δث ....

و نعلم أن الدخل = الاستهلاك + الاستثمار.

أي: د = س + ث

و أن: Δد = Δس + Δث ....

لأن الدخل الزائد ينفق في شراء مواد الاستهلاك (Δس) وفي شراء مواد الاستثمار (Δث).

و بقسمة 1 على كل من طرفي المعادلة الأخيرة نحصل على:

$$\frac{1}{1-\frac{\Delta \text{س}}{\Delta \text{د}}} = \frac{1}{\frac{\Delta \text{ث}}{\Delta \text{د}}} \Leftrightarrow \frac{1}{1-\frac{\Delta \text{س}}{\Delta \text{د}}} = \frac{\Delta \text{د}}{\Delta \text{ث}}$$

و نعلم سابقا أن ع (مضاعف الاستثمار) = $\frac{\Delta \text{د}}{\Delta \text{ث}}$

إذن: ع = $\frac{1}{1-\frac{\Delta \text{س}}{\Delta \text{د}}}$ ، و بما أن الميل الحدي للإستهلاك (م) = $\frac{\Delta \text{س}}{\Delta \text{د}}$

نتحصل على ما يلي: ع = $\frac{1}{1-\text{م (الميل الحدي للإستهلاك)}}$ ....

ونستنتج من المعادلة أنه ارتفع الميل الحدي للاستهلاك كلما ارتفع مضاعف الاستثمار (ع) والعكس صحيح.

وتجدر الملاحظة في هذا الشأن أن الميل الحدي للادخار = 1 – الميل الحدي للاستهلاك. ويكون مضاعف الاستثمار في هذه الحالة كما يلي:

$$\frac{1}{\text{الميل الحدي للادخار}}$$

الاستثمار والنمو الاقتصادي

ينبغي التفرقة بين التنمية والنمو، لأن هناك اختلاط موجود بين المصطلحين فالنمو يشير إلى تحقيق معدلات مرتفعة في التغيرات الكلية كالدخل القومي، والناتج القومي، والعمالة، والاستهلاك، والادخار، وتكوين رأس المال بما يحقق الرفاهية لأفراد هذا الاقتصاد . أما التنمية الاقتصادية فيقصد بها أسلوب التوصل لهذا النمو، وتستهدف دخول الاقتصاد في مرحلة النمو السريع المطرد، فهي عملية شاملة متشابكة مرتبطة بالبنيان الاقتصادي والاجتماعي التي تقوم بتطويره، وتعني انبثاق ونمو كل الإمكانيات والطاقة الكامنة بشكل كامل وشامل و متوازن.

ويعتبر النظام الكينزي أن الاستثمارات الإنتاجية وغير الإنتاجية الخاصة، والحكومية بصفتها خالقة للدخل، تشكل أساس نمو الدخل القومي في المدى القصير، وأيضا العامل الرئيسي المضاد للأزمات. فالاستثمارات في النماذج الكينزية للنمو تعتبر المؤشر الأساسي في توسيع الطاقة الإنتاجية، والعامل الرئيسي في رفع معدلات النمو في الأجل الطويل .

وباعتبار أن الدخل هو جزء من قيمة الإنتاج الكلي ومن ثم فإن أي زيادة مستهدفة في الدخل الكلي لا يمكن أن تتحقق إلا بزيادة قيمة الإنتاج الكلي، وهذا لا يتأتى إلا بزيادة قيمة الاستثمار العيني، أي زيادة في الطاقات الإنتاجية اللازمة لتحقيق التوسع في قيمة وكمية الإنتاج.

من هنا ندرك الأهمية البالغة لرقم الاستثمار العيني باعتبار مفتاح الموقف في تحقيق أي معدل سريع للنمو الاقتصادي.

ولقد بدأت محاولات تكييف نظرية كينز لتحليل مشكلات تجديد الإنتاج في نهاية الثلاثينات، متجسدة في نموذج روي هارود Ray Harrod بصياغة المبادئ الأساسية للنظرية الديناميكية. وظهرت أعمال أكبر الكينزيين الأمريكيين "هانسن" الذي اشتهر بتطوير نظرية الركود، وفي نفس الوقت تقريبا ظهرت في أوروبا مقالات دومار DOMAR في تحليله للنمو الاقتصادي.

كما توصل التحليل الكلاسيكي الجديد (Néo - classique) لعوامل النمو الاقتصادي، بواسطة دالات الإنتاج من نماذج كوب دوغلاس(*). استنتاج بأن الدور الحاسم في رفع معدلات النمو في الرأسمالية المعاصرة، يرجع إلى التقدم التقني أو ارتفاع فعالية عوامل الإنتاج. ولقد آثار صولو Solow في هذا الصدد باعتماده على دالة كوب دوغلاس، أن التكنولوجيا المتضمنة في السلع

(*) دالة الإنتاج ل Cobb - Dauglas تأخذ الشكل التالي: $y = \delta K^{\alpha} L^{\beta}$.. حيث أن L, K, Y هم على التوالي الناتج، رأس المال، العمل، أما δ هي ثابت ومؤشر لمستوى التكنولوجيا السائد، أما α، β فيشيران إلى مرونة رأس المال و العمل بالنسبة للناتج على التوالي.

الرأسمالية ستؤدي إلى زيـادة الإنتاجيـة، وبهـذا أعطـى صـولو ثقـل لعـنصر التكنولوجيـا في زيـادة الإنتاجية، وبالتالي معدل النمو.

1- نموذج هارود – دومار Harrod Domar في إطار نظرية Keynes:

لقد بينت النظرية الكينزية أنه من الممكـن للاقتصـاد أن يتـوازن و يسـتقر عنـد معـدل أقـل مـن التشغيل الكامل، وذلك بسبب المستوى غير الكافي من الطلب الكلي.

وفي إطار نظام كينز ظهرت نماذج للتنمية معروضة من طـرف الأمـريكي هـارود Ray Harrod في سنة 1939 في كتابه " النظرية الديناميكيـة الاقتصـادية "، ومـن طـرف الاقتصـادي الأوروبي دومـار DOMAR سنة 1946.

ولقد اهـتم هـارود في أدب كينـز بتحديـد معـدل النمـو الـلازم مـن فـترة لأخـرى، والـذي يكفـي للمحافظة على مستوى التشغيل الكامل، وبدون تحقيق هذا المعدل من النمو في الدخل القـومي، فإن الطاقة الإنتاجية والعمل في الاقتصاد ستعطل أو تستخدم بأقل مـن طاقتهـا ويقـول هـارود " عند دراسة الاقتصاد المتنـامي يجـب علينـا أن نـدرس العلاقـات المتبادلـة التـي تظهـر مـع تنـامي العناصر الأساسية الثلاثة:

قوة العمل – وكمية المنتجات أو الدخل بالنسبة للفرد الواحـد مـن السـكان – وحجـم رأس المـال المتاج " .

وتدرس هذه العلاقات على أساس وضع معادلات إجمالية للنمو الاقتصادي، تقوم على ربط و تـأثر النمو بمعدل تراكم رأس المال.

ولقد عبر نموذج Domar–Harrod رياضيا عن معدل النمو اللازم للمحافظة على مستوى التشغيل الكامل كما يلي :

إذا كان: G: يمثل معدل النمو، S: يمثل الادخار في فترة ما.

Y: الدخل القومي في نفس الفترة، K: معامل رأس المال / الدخل.

فإن معدل النمو يكون كما يلي: $G=\frac{S}{Y}.\frac{1}{K}$

ووفقا لهذا النموذج فإن معدل الادخار $(\frac{S}{Y})$ ، ومقلوب رأس المال / الدخل.

$(\frac{1}{K})$ هما العاملان المتحكمان في معدل النمو.

ويبين معامل رأس المال / الدخل العلاقة بين ما يستثمر وبين ما ينتج عنه بين دخل، أي ما يجب أن يستثمر من رأس المال لتحقيق زيادة معينة في الدخل ومن هنا تبرز أهمية نموذج هارود – دومار في تحديد معدل الاستثمار (نسبة الادخار إلى الدخل) الضرورية لتحقيق نسبة معينة من النمو الاقتصادي.

كما يبين هذا النموذج، إمكانية زيادة معدل النمو الاقتصادي بطريقة تخفيض معامل رأس المال/الدخل، أو بطريقة زيادة معدل الاستثمار (نسبة الادخار إلى الدخل).

2- تقييم نموذج Harrod Domar:

هناك عدة انتقادات وجهت لنموذج هارود – دومار، ومنطلقها الأساسي صعوبة وجود فروضه في الواقع العملي:

- افترض النموذج أن الادخار نسبة ثابتة من الدخل، وقد أغفل أن الادخار يتوقف على عوامل أخرى غير الدخل، وذلك لاختلاف دوافع تفضيل الادخار عن السيولة النقدية، فدافع الادخار في القطاع العائلي يختلف عن دافع الادخار في القطاع الحكومي، أو قطاع الأعمال.

- افترض النموذج أن معامل رأس المال والعمل للناتج ثابتة، ولم يتعرض إلى التقدم التكنولوجي الذي يؤثر في هذه المعاملات عن تأثيره في الإنتاجية.

- أغفل نموذج هارود – دومار العالم الخارجي، بحيث أنه يعتبر أن الاقتصاد مغلق. إذ عن طريق الاستثمارات الأجنبية يمكن تحقيق وفرة في رأس المال.

- رغم عيوب فرضيات النموذج، إلا أن النموذج أفاد في إلقاء الضوء على عنصرين هامين في عملية التنمية، وهما الحاجة إلى وجود مدخرات، وكذلك أهمية الاستفادة بقدر الإمكان للموارد الرأسمالية النادرة.

تندرج البلدان الإسلامية ضمن إطار البلدان النامية، والتي تعاني من التخلف الاقتصـادي. وتتصـف هذه البلدان بانخفاض مستوى الدخل القـومي مـن جهـة، وضـعف الكفـاءة الإنتاجيـة مـن جهـة أخرى. ومن أهـم مميـزات الـعصر الحـاضر، زيـادة حـدة الانقسـام واتسـاع الفجـوة بـين البلـدان المتقدمة اقتصاديا، والبلدان النامية بما فيها البلدان الإسلامية، نظرا لارتفاع معدلات النمو في الدول المتقدمة عنها في الدول المتخلفة، المركزة عموما في آسـيا وإفريقيـا وأمريكـا الجنوبيـة. مـما يوضـح مدى قصور المنهج الوضعي عن علاج مشكلة الفقر والتخلف على مستوى أغلبية الجنس الـبشري، حيث أن ثلث العالم مازال متخلفا. وأن هذا المنهج الوضعي لم يكن فعالا حتى في مكـان نشـأته في أوروبا وأمريكا، وقد حقق المنهج الوضعي نجاحا ملموسا في الدول المتقدمة، إلا أنه لم يحقق نفس النجاح بالنسبة للدول النامة. فقد دخلـت الاسـتثمارات الأجنبيـة إلى هـذه الأخـيرة تحـت حمايـة القوانين الوضعية غير الإسلامية.

في ظل النشاط الاقتصادي الربوي، الذي يسهل نقل رؤوس الأموال مـن البلـدان الصـناعية للبلـدان الإسلامية، من أجل الاستثمار في عمليات إنتاج وتمويل وتصدير السـلع الأوليـة و كـل هـذا لخدمـة النشاط الإنتاجي في البلدان الصناعية، وهذا ما أدى إلى تبعية ظروف الإنتاج في البلدان النامية، بمـا فيها البلدان الإسلامية لظروف الطلب في البلدان المتقدمة.

من هذا المنطلق يجب على كـل بلـد متخلـف أن يبحـث في تراثـه، وأصـالته عـن المـنهج والأسـلوب الـذي يخرجـه مـن كـابوس التخلـف. وعليـه نتطـرق في هـذا

الصدد إلى مفهوم ودوافع وأهداف الاستثمار، والضوابط الشرعية له، في إطار الفكر الاقتصادي الإسلامي.

مفهوم الاستثمار والتنمية في الفكر الإسلامي

1- التنمية الاقتصادية في الإسلام:

يقصد بالتنمية في الإسلام تحقيق الإنسان من خلال عمله، درجات متزايدة من السيطرة على الموارد المتاحة في الكون والتي سخّرها الله - سبحانه وتعالى- لخدمته. وذلك لتحقيق تمام الكفاية، وتحقيق مستويات متزايدة من الدخل، ومن عناصر القدرة الاقتصادية وإلى جانب مشاركة الدولة في إشباع الحاجات الأساسية الغير قادرين، وتوفيرها للاستقرار والأمن الداخلي والخارجي وبذلك تعتبر التنمية الاقتصادية بأبعادها الإسلامية، هي فرض مقدس على الفرد والجماعة الإسلامية، والدولة المسلمة. قال تعالى: "هو الذي جعل لكم الأرض ذلولا فامشوا في مناكبها وكلوا من رزقه وإليه النشور" .

ويقول أيضا: " فإذا قضيت الصلاة فانتشروا في الأرض وابتغوا من فضل الله".

ويقول تعالى: " يا أيها الذين آمنوا أنفقوا من طيبات ما كسبتم " .

وكل هذه الأوامر والمشي في مناكب الأرض والانتشار فيها، والابتغاء عن فضل الله، يعبر عنها اقتصاديا بممارسة مختلف العمليات الإنتاجية، والإسلام يهدف إلى تحسين معاش الأفراد وترقية مستواهم الاقتصادي والاجتماعي. ويتجسد مفهوم التنمية في تحقيق مجتمع القدوة والقوة، أي توفير عناصر القوة

الاقتصادية والحضارية والعسكرية اللازمة لحماية وتأمين المجتمع. فالإسلام دين قوة لا دين ضعف، ومنهج للحياة يقوم على العلم والعمل .

يقول تعالى:" وأعدوا لهم ما استطعتم من قوة ومن رباط الخيل ترهبون به عدوّ الله وعدوكم " .

وقال رسول الله صلى الله عليه وسلم: " المؤمن القوي خير وأحب إلى الله من المؤمن الضعيف وفي كل خير " ، (رواه مسلم وابن ماجة والنسائي).

وما يمكن استخلاصه أن المعيار الاقتصادي في المنهج الإسلامي هو الدخل الحقيقي للفرد والذي يحقق له حد الكفاية كحد أدنى. و بهذا يختلف جذريا عن المناهج الوضعية، التي اختلفت الآراء فيها حول صدق المعيار" متوسط الدخل الفردي " وكفايته كمعيار للتقدم الاقتصادي .

2- الاستثمار في المنهج الإسلامي:

الاستثمار في اللغة: مشتق من الثمر أي حمل الشجر، وأنواع المال والولد (ثمرة القلب). والثمر أنواع المال، والثمر الذهب والفضة، وثمر ماله أي نماه، ويقال ثمر الله مالك أي كثره، وأثمر الرجل أي كثر ماله .

وكلمة استثمار مصدر الفعل استثمر، الدال على الطلب، وهي تعني استخدام المال أو تشغيله بقصد تحقيق ثمرة هذا الاستخدام، فيكثر المال و ينمو بذلك على مدى الزمن

والاستثمـار في الشريعة الإسلامية يـتجلى في الجهـد الـذي يبدلـه الإنســان، مـن أجـل تنميـة المـال وزيادته، وذلك باستغلال الثروات الطبيعية المتاحة، استغلالا أمثل. ولا بد أن تتم عمليـة الاسـتثمار في ظل الأحكام الشرعية، وتوجه إلى تنمية الطاقات الإنتاجيـة التـي تلبـي حاجـات المجتمـع، وفقـا لأولويات التنمية الإسلامية.

والقيام بالنشاط الاستثماري ينبغي أن يتقيد بقواعد المعـاملات الإسـلامية، ويسـتند عـلى العقيـدة الإسلامية والقيم الأخلاقية الناتجة عنها، ومراعاة الصالح العام فيما يقوم به من نشاط.

ولقـد حث الإسلام الاستثمار وتنمية المـال في عدة آيات. قـال تعالـى: "هو الذي جعل لكـم الأرض ذلولا فامشوا في مناكبها وكلـوا مـن رزقـه وإليـه النشـور". وقـال أيضـا: " هـو أنشـأكم مـن الأرض وإستعمركم فيها ".

ويتجلى من هذه الآيات الكريمة دعوة كريمة صريحة للعمل والكسب في الأرض، واستثمار طيباتهـا التي سخرها اللـه للبشرية. وفي هذا السياق قال تعالى أيضا: " وآخرون يضربون في الأرض يبتغـون من فضل اللـه وآخرون يقاتلون في سبيل اللـه " . وهنا وضح اللـه سبحانه وتعالى مرتبـة الضرب في الأرض وكسب الرزق، في مرتبة الجهاد في سبيل اللـه.

و يقـول – صـلى اللــه عليـه وسـلم –:" كسـب الحـلال فريضـة بعـد الفريضـة ". (رواه الطـبراني والبيهقي). ويقول عمر بن الخطاب – رضي اللـه تعالى عنه –: " إن اللـه قد إستخلفنا على عباده لنسد جوعهم و نستر عورتهم ونوفر لهم حرفتهم ".

فمسؤولية الحاكم يلخصها عمر في تحقيـق التنمية الاقتصادية بكل أبعادها.

ونستخلـص من هذه النصوص أن تنميـة الدخـل والاسـتثمار، مفـروض علـى كـل إنسـان، وعـلى الحكام أيضـا. وأن الإسلام يحرص على المحافظة على رأس المـال، مثلما نهى رسـول اللـه (ص)، من بيع وسائل الإنتاج وإنفاق ثمنهـا، لإقتناء طيبات اسـتهلاكية. عـن حذيفـة أن رسـول اللــه – صـلى اللـه عليه وسلم – قال: " من باع دارا ثم لم يجعل ثمنها في مثلها لم يبارك له فيها " .

ومـن بين رواد الفكر الاقتصادي الإسلامي: عبد الرحمن بن خلـدون [*] والـذي كـان أول مـن درس بأسلوب يغلب عليه الطابع العلمي قضية التنمية الاقتصادية، ورأس المـال وهي أفكار جد متطورة بالنسبة إلى تقدم مستوى الفكر الاقتصـادي آنـذاك. وقـد تنــاول ابـن خلـدون في مقدمتـه: قضـية التخصص وتقسيم العمل، موضحا مدى أهميـة ذلك في رفع إنتاجيـة العمـل. وهـي نفـس الفكـرة التي تبناها فيما بعد المفكر الاقتصـادي الغربي(آدم سميث)، والتي أكسبته شهرة فائقة في المحـيط الاقتصـادي.

ولقد عرف ابن خلدون رأس المال في مقدمته، عندما كان يتحدث عن العمـران ومـا يسـتلزمه مـن تنوع الحاجات، وتنوع النشاطات الاقتصادية، وحدوث التقسيمات الاجتماعيـة للعمـل، ويـذكر أن العمران يحتاج إلى مواعين وآلات لا تتم إلا بصناعات متعددة من حداد و نجار وفاخوري " .

---

[*] عبد الرحمن بن خلدون (1332 – 1406): هو أحد كبار المفكرين الاجتماعين، الذي يعتز بهـم الفكـر العلمي الحديث باعتباره مفكر قد تجاوز عصره بقرون.

ونستخلص من هنا أن رأس المال عند ابن خلدون يتمثل في السلع المادية التي يستعين بها الإنسان في عمله، من أجل تحصيل القوت الذي ليس إلا قيمة العمل، ولا يبدو أن ابن خلدون قد فكر في اعتبار قوة العمل المبذول في الإنتاج، والمعبر عنه بالمواد الاستهلاكية للعمال المنتجين، ضمن عناصر رأس المال كما هو عند آدم سميث و ريكاردو أو عند كال ماركس.

أهداف الاستثمار في الإسلام

إن الهدف العام للاستثمار في النظم الوضعية، هو تعظيم الربح بأقصى قدر ممكن. ويعتبر سعر الفائدة من العوامل المؤثرة على اتخاذ قرار الاستثمار في الاقتصاديات الوضعية، إلا أن هذا العامل غير وارد في الاقتصاد الإسلامي، حيث أن الرّبا محرم شرعا. أما الاستثمار الإسلامي لا يهمل تعظيم الأرباح و لكن يجعل هذه الأرباح هدفا أساسيا، وينظر إلى المادة كوسيلة لتحقيق هدف أسمى، هو مصلحة الجماعة الإسلامية.

لذلك فإن الاستثمار الإسلامي يستهدف أساسا التنمية بأبعادها المختلفة الاقتصادية والاجتماعية، والتي تحقق منفعة الجميع، والتي تتمثل في مقاص الشريعة الإسلامية وهي كما يلي:

1- الاهتمام بالضروريات:

وهي تلك الضروريات المتعلقة بالمنتجات والخدمات الأساسية لحفظ الدين، والنفس، والعقل، والنسل، والمال.

- **يقتضي حفظ الدين**: تطبيق أركانه وأحكامه وواجباته، وتوفير القوة الدفاعية من جيش وسلاح، وإتباع أوامر اللـه واجتناب نواهيه، والدعوة في سبيل اللـه.

- **حفظ النفس**: يستلزم توفير المأكل والمشرب والملبس والمسكن والدواء، وكل ما يصون النفس ويسترها، كتوفير الأمن والخدمات الضرورية. لذا ينبغي أن يكون الاستثمار في المشاريع التي تحقق صيانة النفس، كالزراعة والصناعة، وأنشطة التجارة، ومشاريع الصناعات الحربية التي توفر الأمن.

- **حفظ العقل:** يقتضي تنميته بعلوم الدين والدنيا، والامتناع عن كل ما يغيب العقل من مسكرات مخدرات، وأنواع الملاهي والمؤسسات التي تنشر الأفكار الهدامة للإسلام. ولذا لا يجوز الاستثمار في الصناعات المحرّمة، كصناعة الخمور، ومشروبات اللـهو المحرم، والعبث التي يكون فيها خطرا على عقل الإنسان.

- **حفظ النسل:** يستلزم الزواج الشرعي وتوفير متطلباته، كالاستثمار في بناء المساكن للمتزوجين.

- **حفظ المال:** يقصد به أن المال للـه، وأن الإنسان خليفة اللـه في هذا المال، فينبغي المحافظة عليه وتنميته، فيما أباحه اللـه من أعمال ومشروعات مثمرة اقتصادية واجتماعية، وكذا أداء الحقوق الواجبة في

هذا المال، وتطبيق أوامر اللـه و أحكامه، وعدم التعامل به في المحرمات.

ومن ثم فإن الهدف من الاستثمار في الإسلام، هو المحافظة على هذه الأركان الخمسة. والاهتمام أو العمل على إنتاج ما يشبع هذه الضروريات، وعند توفر هذا القدر من الضروريات نكون قد حققنا الهدف الأساسي الأول للاستثمار الإسلامي.

2- الحاجيات:

هي ما يزيد عن الحد الأدنى الإسلامي من الضروريات، بقصد التخفيف عن العباد، ويعتبر توفيرها من السنة المؤكدة . ومن ثم فإن الاستثمار الإسلامي يهدف إلى المرحلة الثانية إلى إشباع الحاجات لأجل التوسعة ورفع الحرج والمشقة، كوسائل النقل العامة، وخدمات تصفية المياه، والري وتنمية البيئة، وبصفة عامة فإن الحاجيات تسهل وتساعد من أجل المحافظة على الضروريات، فهي مكملة لها.

3- التحسينات (الكماليات):

يقصد بها "الأخذ بما يليق من محاسن العادات، وتجنب الأحوال المدنسات التي تأنفها العقول الراجحات، وهي أمور راجعة إلى محاسن زائدة على أصل المصالح الضرورية والحاجية، إذ ليس فقدانها بمخل بأمر ضروري ولا حاجي وإنما جرت مجرى التحسين والتزيين " .

وعليه يحتاج الأمر إلى تحسين نوعية المنتجات، وتوفير الراحة للإنسان بإيجاد المشاريع التي توفر الحياة السليمة، والسلع والخدمات التي تدخل في الطيبات من الرزق التي أحلها الله. قال تعالى: " فكلوا مما رزقكم الله حلالا طيبا واشكروا نعمة الله إن كنتم إياه تعبدون " . وهذه التحسينات تتمثل في صناعة الكماليات، فهي مكملة للحاجيات، قد يستطيع الإنسان أن يستغني عنها، كما أن الحاجيات تكمل الضروريات، وأن الضروريات تعتبر هي أصل المصالح. وفي هذا السياق لابد من ضرورة توجيه الاستثمارات في المجتمع الإسلامي أولا إلى كافة الأنشطة التي تشبع الحاجات الأساسية للسكان، ثم الانطلاق في القيام باستثمار تؤدي إلى إشباع الحاجات الكمالية للمجتمع.

:نموذج مقترح لتقييم المشروعات من وجهة نظر إسلامية

لقد اقترح الدكتور محمد أنس الزرقا [*] دراسة رائدة في مجال دراسة جدوى المشروعات الاستثمارية من وجهة النظر الإسلامية. والمتعلقة بالمعايير التي تعبر عن القيم الإسلامية، ذات العلاقة بالاستثمار والتي على أساسها، يمكن المفاضلة بين المشروعات، والمعبر عنها رياضيا في شكل " دالة مصلحة إسلامية " وكيفية استخدام هذه الدالة في تقييم المشروعات تطبيقيا.

وان دالة المصلحة الإسلامية تعبر عن المعايير الإسلامية المتصلة باختيار المشروعات. ويمكن تلخيص خطوات إعداد هذه الدالة كما يلي :

[*] الأستاذ الدكتور / محمد أنس الزرقا: هو أستاذ بجامعة الملك عبد العزيز بجدة – السعودية.

1- اختيار الصيغة الملائمة للنموذج: تعتبر الصيغة الخطية هى الصيغة المثلى للنمـوذج، وتظهـر في شكل دالة الهدف كالتالي:

ع = $ن_1$.$هـ_1$ + $ن_2$.$هـ_2$ + $ن_3$.$هـ_3$ +........ + $ن_س$.$هـ_س$.

حيث أن: ع هي مؤشر المصلحة.

$هـ_1$، $هـ_2$،........، $هـ_س$: تعبر عـن مقـدار تـأثير المشروع عـلى كـل مـن الأهـداف الإسـلامية (القيمـة الرقمية لكل هدف إسلامي).

$ن_1$، $ن_2$،..........، $ن_س$: تمثل الترجيح الرقمي أو الوزن الذي يعبر عن درجـة الأهميـة الإسـلامية لكـل هدف.

2- اختيار مقياس رقمي للتعبير عن كل هدف إسلامي ($هـ_1$ إلى $هـ_2$):

حتى يمكن التقدير الرقمي لمدى تأثير المشروع المقترح على كل هدف إسلامي، فيما يتعلق باختيـار طيبات المشروع وفقا للأولويات الإسلامية، يمكن استخدام أسلوب " المتغيرات الوهمية " المستعملة في البرمجة الخطية.

وفي هذه الحالة يستخدم متغيران صوريان فقط (Dummy variables) بالنسبة للأنواع الثلاثة من السلع (الضروريات، الحاجيات، الكماليات).

وبهذا يمكن التعبير رقميا عن أهداف وصـفية محضـة و ذلـك باسـتخدام نعـم أو لا فقط.

3- تقدير الترجيحات أو الأوزان (معاملات المعادلة $ن_1$،...، $ن_س$):

يقترح الدكتور محمد انس الزرقا الاعتماد على الاستنتاج الرياضي للأوزان من التفضيلات الفعلية، التي يعبر عنها المتخصصون في الشريعة الإسلامية بالنسبة لمجموعة المشاريع المقترحة عليهم، وملاحظاتهم لآثار المشاريع على الأهداف الإسلامية المحددة. ثم إعطاء كل مشروع قيمة المؤشر (ع) بين الصفر والمائة، حسب أهمية المشروع من الناحية الشرعية. وحسب هذا النموذج تكون معروفة قيم المؤشر (ع)، وكذلك قيم (هـ)، أما قيم (ن) أي الوزان يمكن استنتاجها كما يلي:

- في حالة تساوي عدد المشروعات مع عدد الأهداف الإسلامية، يمكن حل المعادلات بالطريقة الجبرية العادية للحصول على قيم المجاهيل ($ن_1$، $ن_2$،...، $ن_س$).

- عندما يكون عدد المشاريع أكبر من عدد الأهداف، يمكن إتباع طريقة "المربعات الصغرى" [*]. وعندها تصبح هذه الثوابت معاملات الانحدار المتعدد للتابع (ع) على المتغيرات (هـ) .

- و إذا كان عدد المشاريع أقل من عدد الأهداف، فإن التوصل إلى قيم (ن) يكون غير ممكنا.

[*] للإطلاع المفصل حول طريقة المربعات الصغرى، و كيفية استخدامها، أنظر الفصل الثاني من هذه الأطروحة.

وما ينقص هذا النموذج المقترح من طرف الأستاذ محمد أنس الزرقا، أنه ربما تكرر حالة ازدياد عدد المشاريع على عدد الأهداف فما هو الحل بالنسبة لهذه الحالة ؟.

وهناك تساؤل آخر حول طريقة البدء بتحديد قيمة (ع) ثم نستنتج قيم (ن) حسب هذه الطريقة، أم أن العكس هو الصحيح، حيث أن قيمة (ع) تتحدد بعد معرفة قيم (ن) ؟.

ولهذه الأسباب ينبغي إجراء مناقشات شرعية واقتصادية دقيقة يشارك فيها عدة متخصصون في الاقتصاد والشريعة الإسلامية و ذلك لاختيار القيم النسبية للأوزان، تكون كدليل وموجه للقائمين على إجراء دراسات الجدوى على أساس إسلامي.

تقييم النموذج الإسلامي

إن الإسلام هو منهج حياة متكامل، وصالح لكل زمان ومكان، والشريعة الإسلامية تجمع بين العبادات والمعاملات، و يشكل الاقتصاد جزءا أساسيا في النظام الإسلامي. يرتبط بعقيدته وأحكامه الشرعية، وأن النظام الاقتصادي الإسلامي نظام متكامل وشامل وموازن.

بالنسبة للنشاط الاستثماري توجد مجموعة من الدوافع العامة للاستثمار في الإسلام.فاستخلاف الله للإنسان في الأرض يقع عليه مسؤولية إعمارها، وتثمير طيباتها في إطار المبادئ والتعاليم الشرعية من أجل تحقيق الحياة الطيبة للأمة الإسلامية.ومن هنا تظهر الوجهة الإنمائية للنظام الإسلامي لما يتضمنه من

حث الأفراد على العمل واستثمار الطيبات، ويعتبر التقصير في أداء هذا الواجب من أهم أسباب مشكلة الندرة النسبية، مقابل حاجات الأفراد المتعددة والمتزايدة.

إن المفكرين المسلمين كانوا أول من درسوا بأسلوب يغلب عليه الطابع العلمي لقضايا الاقتصاد والتنمية، مثل عبد الرحمن بن خلدون (1332 م – 1406م). الذي تطرق في مقدمته إلى تحديد المشكلة الاقتصادية تحديدا علميا، بعيدا عن الاعتبارات الغيبية والدينية، وقضية التخصص وتقسيم العمل موضحا مدى أهمية ذلك في رفع إنتاجية العمل، وهي نفس الفكرة التي تبناها فيما بعد المفكر الاقتصادي العربي آدم سميث (1723– 1790)، وتطرقه إلى ترتيب النشاطات والقطاعات الاقتصادية، إلى فلاحة وصناعة وتجارة، وكيفية تنمية كل نشاط.

كما تناول المفكر – أحمد الدلجى – في كتابه " الفلاكة و المفلكون "، أي الفقر والفقراء، حيث ذكر قضية التخلف الاقتصادي موضحا أسبابها ومساوئها وعلاجها، وذلك في القرن الخامس عشر. وقد ألف جعفر الدمشقي – كتاب بعنوان " الإشارة إلى محاسن التجارة " في فترة سابقة للقرن15. ففي هذا الكتاب الكثير من الجوانب التي تتعلق بقضية التنمية، وهذه الأفكار هي صالحة للتطبيق حتى في وقتنا الحاضر، وتعد خطوة أولى في طريق البحث الاقتصادي لمشكلة الفقر وكيفية علاجها، وهناك مؤلفات ومصادر أخرى مهمة في الفكر الاقتصادي الإسلامي، منها " الحسية في الإسلام " لإبن تيمية... إلخ.

إلا أن السؤال المطروح في هذا الشأن، لماذا لم تهتم الدراسات الاقتصادية المعاصرة بالنموذج الاقتصادي الإسلامي؟. فمعظم المؤلفات لا يعرف إلا ما

يدور في فلك المنهج الاشتراكي والرأسمالي، كما أن التطبيق لا يعرف إلا الصور المشتقة منها أو الجامعة بينهما، ويمكن إرجاع أسباب هذه الظاهرة إلى أسلوب التعليم في المجال الاقتصادي. حيث أن أغلبية الدارسين في هذا المجال تلقوا تعليمهم بالدول الغربية، وتأثروا بهذا الفكر بالإضافة إلى جهل بعض الباحثين بتراثهم الثقافي الإسلامي، وفي بعض الأحيان تنكرهم له.

كما أن الدراسات الاقتصادية الإسلامية، لم تدعم باستعمال الوسائل والتقنيات العلمية الدقيقة، كاستخدام المعادلات الرياضية، والأشكال البيانية والإحصاءات. ومن هنا يجب دراسة الاقتصاد الإسلامي دراسة دقيقة، من أجل تطويره، وبما يتماشى مع عصرنا من تطورات و تغيرات اقتصادية دولية.

مفاهيم أساسية حول الاستثمار

يعتبر عنصر الاستثمار كمتغير اقتصادي، يستمد مفهومه كأصل من أصول علم الاقتصاد، لماله من علاقة وصلة وطيدة، بمجموعة من المتغيرات والمفاهيم الاقتصادية، كمفهوم الدخل، والادخار، والاستهلاك والاقتراض. إذ لا يمكن فهم الاستثمار بصفة جيدة، ما لم تحلل العلاقة التي تربطه بالمفاهيم الاقتصادية الآنفة الذكر وفي هذا المضمار ينبغي التطرق إلى:

- ☒ تعريف الاستثمار – المفهوم المحاسبي والاقتصادي، والمالي للاستثمار.
- ☒ التفرقة بين الاستثمار، والمضاربة، والمقامرة.
- ☒ وأخيرا محفزات الاستثمار.

تعريف ومفاهيم مختلفة للاستثمار

1- تعريف الاستثمار:

لقد تعددت التعاريف والمفاهيم المتعلقة بالاستثمار، عند الكثير من الكتاب والخبراء الاقتصاديين، إلا أن هذه التعاريف تتضمن الكثير من التشابه.

فيقوم " الاستثمار على التضحية بإشباع رغبة استهلاكية حاضرة، وليس مجرد تأجيلها فقط كما هو الحال بالنسبة للادخار، وذلك أملا في الحصول على إشباع أكثر في المستقبل " . وعموما يمكن تعريف الاستثمار على أنه ذلك الجزء المقتطع من الدخل القومي، والمسمى بالادخار والموجه إلى تكوين الطاقات الإنتاجية الجديدة، من وسائل إنتاج ومكائن ومعدات رأسمالية، من أجل خلق سلع وخدمات جديدة، وكذا المحافظة على الطاقات الإنتاجية القائمة وتجديدها، بهدف تلبية حاجيات المستهلكين. وطالما أن المستثمر مستعد لقبول مبدأ التضحية برغبته الاستهلاكية الحاضرة، يكون مستعدا أيضا لتحمل درجة معينة من المخاطرة.

2- المفاهيم المختلفة للاستثمار:

هناك ثلاثة مفاهيم مختلفة للاستثمار نذكرها كما يلي:

أ- المفهوم المحاسبي للاستثمار:

" تتمثل الاستثمارات في تلك الوسائل المادية، والقيم غير المادية، ذات المبالغ الضخمة، اشترتها أو أنشأتها المؤسسة، لا من أجل بيعها، بل استخدامها في

نشاطها لمدة طويلة " . إذن الاستثمار المحاسبي هو كل سلعة منقولة أو عقار، أو سلعة معنوية (خدمة)، أو مادية متحصل عليها، ومنتجة من طرف المؤسسة. وهو موجه للبقاء مدة طويلة ومستمرة في المؤسسة. وهذا حسب المخطط الوطني الجزائري للمحاسبة (P CN).

وحسب المنظور المحاسبي للاستثمار، هو عبارة عن اكتساب للمؤسسة يسجل في جانب الأصول من الميزانية ، تسجل تحت الصنف الثاني، وهو يشمل ما يلي:

- الاستثمارات المادية (أراضي، مباني، تجهيزات، لوازم، عتاد،... إلخ).
- الاستثمارات المعنوية (محلات تجارية،براءات،العلامات التجارية، المصاريف الإعدادية....)
- الاستثمارات المالية (سندات، قروض، كفالات،...إلخ).

ب- المفهوم الاقتصادي للاستثمار:

التعريف الاقتصادي للاستثمار يتحدد حسب مفهوم المسير، فهذا الأخير " يعتبر الإستثمار هو التضحية بالموارد التي يستخدمها في الحاضر، على أمل الحصول في المستقبل على إيرادات، أو فوائد خلال فترة زمنية معينة. حيث أن العائد الكلي يكون أكبر من النفقات الأولية للاستثمار " .

ونستنتج من هذا التعريف، أن الاستثمار يتمحور حول: - مدة حياة الاستثمار - المردودية وفعالية العملية الاستثمارية – الخطر المتعلق بمستقبل الاستثمار.

وعلى هذا الأساس فإن المستثمر يقبل بمبدأ التضحية برغبته في الاستهلاك الحاضرة. ويكون مستعدا لتحمل درجة معينة من المخاطرة. وبناءا عليه يكون من حقه أن يتوقع الحصول على عائد مكافأة لمخاطرته في فترة زمنية معينة.

جـ- المفهوم المالي للاستثمار:

يعرف الاستثمار من المنظور المالي على أنه: " كل النفقات التي تولد مداخل جديدة على المدى الطويل. والمموّل يعرفه كعمل طويل يتطلب تمويل طويل المدى، أو ما يسمى بالأصول الدائمة (الأصول الثابتة + الديون المتوسطة وطويلة الأجل) ". وهذا التعريف يشترك مع التعريف المحاسبي، في أنهما يركزان على عامل الزمن طويل المدى.

الاستثمار و مفاهيم أخرى

1-الاستثمار و المضاربة (l'investissement et spéculation):

حتى تكون للمستثمر فرصة في تحقيق الأرباح، فهناك احتمال للخسارة التي يمكن أن يقع فيها. وبالتالي ينبغي عليه الموازنة بين العائد من الاستثمار، والمخاطرة التي تواجهه. وعندما يكون المستثمر مستعدا لتحمل درجة عالية نوعا ما من المخاطرة وعدم التأكد من النتائج، ولكنها مدروسة بطريقة أو بأخرى أملا في الحصول على عوائد وأرباح، فإنه يطلق على هذه العملية بالمضاربة.

وفي غالب الأحيان فإن عمليات المضاربة تكون في أسواق الأوراق المالية، التي تشهد فيها حركة تداول سريعة، أو عندما تزداد تقلبات أسعار الأوراق المالية لأسعار الأسهم والسندات.

ويمكن التمييز بين الاستثمار والمضاربة من حيث التركيز على ثلاثة معايير أساسية، وهي العوائد المتوقعة، والمخاطر المحتملة والمدة أو الأفق الزمني للعائد.

- منة حيث المدة الزمنية نلاحظ أن المضاربة يغلب عليها طابع الأجل القصير لتحقيق أكبر قدر ممكن من الأرباح الرأسمالية، أي أن المضارب يركز في قراراته على موعد الاستحقاق.

في حين المستثمر يركز على الأجل الطويل، و يهتم بتحقيق أكبر قدر ممكن من العوائد، ولأطول فترة ممكنة.

- من حيث العوائد التي يمكن تحقيقها من عمليات المضاربة تفوق وتكبر العوائد والأرباح التي يمكن تحقيقها من عمليات الاستثمار. بحيث يتميز المضاربون بنشاط غير عادي بالسوق واقتنائهم للمعلومات من جميع المصادر، وإلا توقف نشاطهم وتحولوا إلى مستثمرين عاديين. وبالتالي" يسعى المضارب لتحقيق أرباح رأسمالية سريعة، بينما يهدف المستثمر إلى تحقيق أرباح مستمرة وللأجل الطويل" .

- أما من حيث درجة المخاطرة، فالاستثمار الفعلي يتطلب استعداد الشخص لتحمل درجة معقولة من المخاطرة وعدم التأكد من النتائج، أما المضاربة يكون فيها الشخص مستعدا لتحمل درجة عالية أكبر من درجة مخاطرة المستثمر الفعلي، بهدف الحصول على أرباح كبيرة وفي اقصر فترة ممكنة.

2-الاستثمار والمقامرة :

يستعمل مفهوم "المقامرة" كمعيار للتمييز بين المضاربة والاستثمار.

فتعرف "المقامرة بأنها مراهنة على دخل غير مؤكد". أي أنه عندما تتوفر لدى المستثمر رغبة كبيرة جدا في تحمل درجة عالية جدا من عدم التأكد من النتائج سعيا وراء الربح، فإنه يتحول حينئذ إلى مقامر.

ورغم عدم مشروعية هذه المراهنة والمجازفة، فإنه يمكن للبعض اعتبارها ضربا من ضروب الاستثمار، بحجة أن المراهن أو المقامر فيها يضحي أملا في الحصول على عائد محتمل يعوضه عن تلك التضحية.

واعتمادا على أن معيار التفرقة بين الاستثمار والمضاربة، هو المقامرة فإنه يمكن اعتبار أن المضاربة تحتل مركزا وسطا بين المقامرة والاستثمار.

محفزات الاستثمار.

إن مجرد توفر فوائض نقدية أو مدخرات، لدى الأفراد والمؤسسات، لا يكفي لكي تنشط حركة الاستثمار. بل يجب أن يرافق ذلك توفر مجموعة من العوامل التي تخلق حافزا لدى من لديهم مدخرات لتحويلها إلى استتثمارات نذكر منها

1- توفر درجة عالية من " الوعي الاستثماري " لدى الأفراد والمؤسسات.

لأن مثل هذا الوعي يجعل المدخرين يشعرون بالحس الاستثماري، الذي يجعلهم يقدرون الإيرادات المترتبة عن توظيف مدخراتهم في شراء الأصول المنتجة،

وليس مجرد تجميدها في شكل أوراق بنكية، ربما تتناقص قيمتها الشرائية في المستقبل، بفعل عامل التضخم والأزمات المالية المحتملة.

2- ينبغي توفير المناخ الاجتماعي والسياسي الملائم لعمليات الاستثمار، وذلك بتوفير الحد الأدنى من الأمان، الذي يشجع المدخرين على تقبل المخاطرة المصاحبة للاستثمار، ومن أهم عوامل توفير المناخ المناسب للاستثمار، خلق قوانين وتشريعات، تنظم وتشجع عمليات الاستثمار،وتحفز وتحمي حقوق المستثمرين، سواء كانوا محليين أو أجانب، وتنظم المعاملات في الأسواق المالية.

وينجر عن توفير جو الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي والسياسي، جعل الطمأنينة، وعدم الخوف في نفوس المدخرين و المستثمرين.

3- من دوافع الاستثمار، توفر سوق مالي كفؤ وفعال، يوفر المكان والزمان المناسبين، يعطي للمدخرين فرصة في استثمار أموالهم، وللمقترضين في الحصول على تلك الأموال. وبصفة عامة يعطي فرص الاستثمار لكل واحد منهم في اختيار المجال المناسب، من حيث أداة الاستثمار، والتكلفة والمخاطرة. وما يميز السوق المالي، من حيث الكفاءة في توفير صفة الديناميكية، وسرعة الاستجابة للأحداث. وتوسيع هذا السوق، والتسهيلات المناسبة، وقنوات الاتصال النشطة، بالإضافة إلى التقنين الخاص بهذه المعاملات المالية في مجال الاستثمار.

أشكـال وأنـواع الاستثمـار

بعد تعريفنا لمفهوم الاستثمار من وجهة النظر المحاسبية والاقتصادية والمالية، وبالتفرقة بينه وبـين المقامرة والمضاربة، يمكن تحديد مختلف أنواع الاستثمار المختلفة وهي كما يلي:

- ☒ الاستثمار الحقيقي أو المادي.
- ☒ الاستثمار المالي.
- ☒ استثمار الموارد البشرية والاستثمار الاجتماعي.
- ☒ الاستثمار التجاري، والاستثمار في البحث والتطوير.

الاستثمار الحقيقي أو المادي

إن الاستثمار الحقيقي " يشمل الاستثمارات التي من شأنها أن تؤدي إلى زيـادة التكـوين الرأسـمالي في المجتمع، أي زيادة طاقته الإنتاجية، كشراء آلات ومعدات ومصانع جديـدة ". ويعتـبر الاسـتثمار حقيقيـا متـى وفـر للمسـتثمر الحـق في حيـازة أصـل حقيقـي، كالعقـار والسـلع. في حـين لهـذه الاستثمارات علاقة بالطبيعة والبيئـة، ولهـا كيـان مـادي ملمـوس، ويترتـب عنهـا منـافع اقتصـادية إضافية تزيد من ثروة المجتمع.

وفي هذا الصدد يمكن التمييز بين الاستثمار المستقرأ، والاستثمار المستقل أو المباشر.

فالاستثمار المستقرأ ينجم عن زيادة الطلب على منتوج معين، مما يـدفع بالمؤسسـة إلى الزيـادة في الإنتاج، وتشمل هذه الحالة تحديث مشاريع المؤسسـة، تهـدف إلى زيـادة قـدرتها التنافسـية عـن طريق تدنئة تكاليف الإنتاج وتحسين النوعية.

- أما الاستثمار المباشر أو المستقل، يحدث نتيجة لقرار إداري، له علاقة بالسياسة العامـة للمؤسسة الإنتاجيـة، فـالتغيير في نـوع المنتـوج، أو طـرح منتـوج جديـد، أو خلـق شركـة جديدة.

وتنقسم أنواع الاستثمار الحقيقي أو المادي إلى ما يلي:

1- الاستثمار في تكوين رأس المال الثابت:

وهو يمثل كل إضافة إلى الأصول، المؤدية إلى توسيع الطاقات الإنتاجيـة في المجتمـع، أو المحافظـة عليها وصيانتها وتجديدها. وهذه الأصول هي دائمة الاسـتعمال، أو مـا تسـمى " الأصـول المعمـرة" تحددها الاعتبارات الفنية، وتكون صالحة الاستعمال خلال فترة زمنية معينـة، يهـدف خلـق سـبيل متدفق من السلع والخدمات.

وفي نهايــة هــذه الفــترة، فــإن هــذه الأصــول تهتلــك، بمعنــى تفقــد صــلاحيتها للاســتعمال، وتقوم المؤسسات على تخصيص جزء من الأربـاح المحصـلة، لتعـويض مـا اهتلـك خـلال العمليـات الإنتاجية عند انتهاء العمر الإنتاجي للأصول، وذلك بشراء أصول جديدة لتعـويض الأصـول القديمـة المستهلكة.

2- الاستثمار في المخزون

إن التوسع في المخزون السلعي، يعمل على تسهيل العمليات الإنتاجية واستمرارها دون تعطل. بحيث تكون مستلزمات الإنتاج معدة للتشغيل دون توقف. فالتغير في المخزون السلعي، إنما ينعكس أساسا في التغير في الاستثمار من سنة إلى أخرى.

وأن المخزون السلعي يتكون من سلع تامة الصنع، وسلع نصف مصنعة، ومواد أولوية تعد ضرورية لمختلف العمليات الإنتاجية لدى الأنشطة والقطاعات الاقتصادية في المجتمع، لأن هذه السلع المنتجة ليست كلها استهلاكية، بل تشمل أيضا سلع وسيطة، وسلع استثمارية، وعليه فإن التغيير في المخزون، أي الإضافة إلى الرصيد الكمي للمخزون يعتبر شكلا من أشكال الاستثمار.

الاستثمار المالي

يتجسد هذا النوع من الاستثمار، من خلال استخدام الفائض من أرباح آية منشأة في شراء الأسهم و السندات(*). الأمر الذي يقوي من مركز تلك المنشأة، وقد ينعكس في تحسين إنتاجيتها.

فالاستثمارات المالية، هي عبارة عن حقوق تنشأ عن معاملات مالية بين الأفراد والمؤسسات. ويمكن التعبير عن هذه الحقوق بوثائق أو مستندات، تسمى

(*) السهم: هو عبارة عن وثيقة تبرهن أن لصاحبها الحق بمطالبة المؤسسة و التي أصدرت هذا السهم بالأرباح عند التوزيع، و حق المطالبةبنصيبه من نتائج عملية تصفية الشركة.
-أما السند: هو أصل مالي آخر، يعطي لصاحبه الحق بمطالبة الفوائد المنصوص عليها في عقد إصدار السند عند موعد الاستحقاق، و كذا المطالبة بالمبلغ الاسمي للسند عند موعد استحقاقه.

بالأصول المالية، وهذه الأخيرة تبرهن لصاحبها الحق في مطالبة الجهة التـي أصـدرتها بقيمتهـا وعوائدها. وبالتالي فإن الأصـل المـالي يرتـب لحاملـة الحـق في الحصـول عـلى جـزء مـن عائـد الأصول الحقيقية للشركة مصدرة الورقة المالية. في حين يترتب على الاستثمار في الأصول الماليـة قيمة مضافة، ومثال ذلك عند إصدار شركة صناعية أسـهما إضـافية لتمويـل عمليـة توسـع في الشركة.فهذه العملية تحمل في طياتها استثمارا حقيقيا أو اقتصاديا، لأن الأموال والمبـالغ التـي ستحصل عليها الشركات، عند إصدار السندات أو الأسهم، ستستخدمها في شراء أصول حقيقيـة جديدة كالآلات والمعدات. وهذه الأصول يترتب عنها خلق منـافع جديـدة، متمثلـة في شـكل سلع أو خدمات.

وما يمكن ملاحظته في هذا المضمار، أن المـدلول الاقتصـادي للأسـهم المصـدرة، سـينتهي في السـوق الأولية .أي بعد الانتهاء من عملية الإصدار. أما العمليات التي تطرأ على تداول الأسهم المصـدرة في السوق الثانوي فيما بعد، فسيدخل تحت باب الاستثمار المالي.

استثمار المواد البشرية، والاستثمار الاجتماعي

- إن الرأسمـال البشري، يظهر كنفقات عند اسـتعماله، كعامـل مـن عوامــل الإنتـاج، والتـي تمثـل مجموع الكفاءات، الإنتاجية الفردية المتعلقـة بصـحة الفــرد، والكفـاءة الفيزيولوجيـة، وخبرتـه في العمل، وتكوينه و تدريبه المهني في الميدان .

وعليه فإن توظيف فرد معين ذو كفاءات عالية في مشروع استثماري معين، يعتبر ضربا من الاستثمار. نظرا لما يؤديه من خدمات ومهام اتجاه مؤسسته، وهذا ما يؤدي إلى الإضافة في أرباحها وإنتاجيتها.

وهذه المداخيل التي تترتب عن توظيف هذا الشخص في هذه المؤسسة، تكبر بكثير تكاليفه عليها. في حين تكاليف التكوين والرسكلة الخاصة بالعمال، بهدف رفع كفاءاتهم الإنتاجية يعتبر نوع من الاستثمار في المجال البشري.

- أما الاستثمار الاجتماعي: يقصد به إذا كان آثار الاستثمار لا يؤدي إلى رفع القدرة الإنتاجية بتاتا مثل بناء التجهيزات العسكرية والأمنية، أو تؤدي إلى رفع القدرة الإنتاجية، ولكن بطريقة غير مباشرة، كمؤسسات التكوين والتعليم، فإن هذا الاستثمار يسمى "استثمار غير إنتاجي" .

وهذا الاستثمار الذي يؤثر بصفة غير مباشرة على قدرة المجتمع، على خلق الإنتاج، مثل تكوين وتدريب العمال، وتحسين مستواهم المعيشي، نظرا لما يترتب عن ذلك من رفع إنتاجيتهم.

ولذلك يغلب على الاستثمار الاجتماعي، الطابع الكيفي والنوعي، على الطابع المادي، مثل إنشاء الملاعب والنوادي الرياضية والترفيهية والثقافية والسياحية ....إلخ. فتقاس المردودية في هذا النوع من الاستثمار، بمدى التحسن والتطور الذي يحصل في طبيعة العلاقات الاجتماعية بين أفراد المؤسسة.

ويندرج في إطار الاستثمار الاستراتيجي أو الاجتماعي، جملة من المشاريع الحكومية، كمشاريع مراكز الأمن، والصحة العمومية، وشق الطرقات، أي المشاريع ذات الطابع الاجتماعي.

الاستثمار التجاري، والاستثمار في البحث والتطوير.

1- الاستثمار التجاري:

إن المبالغ المنفقة في مجال الدعاية والاستثمار في المنشآت التجارية ، بهدف الأعمال التجارية وتصريف السلع، تعتبر استثمارات قائمة بذاتها. فالمردود المتوقع من وراء مصاريف الدعاية والإعلان يختلف عن المردود المتوقع من الاستثمارات المختلفة الأخرى.

2- الاستثمار في البحث و التطوير:

يكتسي هذا النوع من الاستثمار، أهمية بالغة بالنسبة للمؤسسات والمشاريع الضخمة،لما له من أهمية في استعمال الآلات والتجهيزات المتطورة تقنيا. وهذا ما يسمح للمشروع بمضاعفة الإنتاج والإنتاجية، وتحسين جودة المنتوج، وتدنئة تكاليفه.

لأن المؤسسة تكون دائما في وضع منافسة أمام عدة منشآت أخرى، وبالتالي عندما تستثمر في مجال البحوث العلمية، وتطوير المنتجات يعطي للمؤسسة وضعا جد حسن في السوق المحلي والأسواق العالمية.

مجـالات و أدوات الاستثمـار

عند التمييز بين الاستثمار ذو الطابع المحلي، والاسـتثمار ذو الطـابع الخـارجي. عندئـذ نكـون أمـام مجالات الاستثمار من حيث التصنيف الجغرافي أما لو اتجـه مسـتثمر مـا في توظيـف أموالـه نحـو سوق السلع، أو سوق العقارات، أو سوق الأوراق المالية كالأسهم والسندات، أو نحو قطاع الزراعـة والصناعة، فهنا التفكير يتجه نحو أداة الاستثمار.

مجالات الاستثمار

يراد بمجالات الاستثمار، هو ذلك المحيط أو الرقعة الاقتصادية التي يريد مسـتثمر مـا، أن يسـتثمر أمواله فيها بهدف تحقيق عوائد مالية.وتقسم مجـالات الاسـتثمار بنـاء عـلى المعيـار الجغـرافي، إلى استثمارات محلية واستثمارات خارجية.

1- الاستثمارات المحلية:

"الاسـتثمارات المحليـة هـي جميـع الفـرص المتاحـة للاسـتثمار في السـوق المحليـة، بغـض النظـر عـــن أداة الاســـتثمار المســـتعملة، مثـــل العقـــارات والأوراق الماليـــة والـــذهب والمشروعـــات التجارية ...إلخ ".

على أساس هذا التعريف يتبين لنا أن الاستثمارات المحلية تتضـمن جميـع الفـرص المتاحة لكل أنواع الاستثمارات المذكورة سابقا في السوق المحـلي أي داخـل حـدود الدولـــة الواحـــدة. بغـــض النظـــر عـــن أداة الاســـتثمار المســـتخدمة، و هـــل

المشروع الذي يستثمر فيه الأموال يتبع القطاع الخاص أو يتبع القطاع الحكومي.

2- الاستثمارات الخارجية:

"الاستثمارات الخارجية، هي جميع الفرص المتاحة للاستثمار في الأسواق الأجنبية، مهما كانت أدوات الاستثمار المستعملة، وتتم هذه الاستثمارات إما بشكل مباشر أو غير مباشر" .

فإذا قام مثلا شخص يقطن في الجزائر بشراء عقار معين بفرنسا بهدف المتاجرة. أو قامت الدولة الجزائرية بشراء حصة في شركة "RENOULT "، فإن الاستثمار في الحالتين يعتبر استثمارا خارجيا مباشرا.

أما لو قام ذلك الشخص بشراء حصة من محفظة مالية لشركة استثمار جزائرية، تستثمر أموالها في بورصة باريس مثلا، فإن الاستثمار يكون في هذه الحالة استثمارا خارجيا غير مباشر، بالنسبة للشخص المستثمر، ومباشر بالنسبة لشركة الاستثمار.

أدوات الاستثمار

يقصد بأداة الاستثمار، ذلك الأصل الحقيقي أو المالي الذي يحصل عليه المستثمر، مقابل المبلغ الذي يستثمره، وهناك عدة أدوات للاستثمار متاحة في المجالات الاستثمارية، وهي كما يلي:

1- الأوراق المالية:

تعتبر الأوراق المالية من أهم و أبرز أدوات الاستثمار، لما تتميز به من امتيازات هامة للمستثمر، لا تتوفر في أدوات أخرى للاستثمار. وللأوراق المالية عدة أصناف تختلف عن بعضها حسب معايير ومقاييس مختلفة.

- حسب معيار الحقوق التي تعود لحاملها، منها ما هو أدوات ملكية، مثل الأسهم (les actions) بأنواعها المختلفة، كالأسهم العادية والممتازة، ومنها ما هو أدوات دين مثل السندات (les obligations)، و الأوراق التجارية و غيرها .

- أما من حيث معيار الدخل المتوقع من كل ورقة مالية، هناك أوراق مالية متغيرة الدخل، كالأسهم التي يتغير دخلها من سنة إلى أخرى.

- في حين هناك أوراق مالية أخرى كالسندات التي تكون مداخيلها ثابتة ومحددة بنسبة ثابتة من قيمتها الاسمية.

- كما تختلف أيضا الأوراق المالية من حيث درجة الأمان التي توفرها بالنسبة لحاملها، إذ نلاحظ أن السهم الممتاز يوفر درجة أمان أعلى من السهم العادي، والسند المضمون بعقار مثلا يوفر درجة أمان أكثر نظرا لما يوفره لحاملة، من حيازة الأصل الحقيقي المرهون لصاحب السند، في حالة توقف المدين عن دفع الدين.

2- العقارات كأداة للاستثمار:

يتم الاستثمار في العقارات إما بشكل مباشر، كشراء عقار حقيقي (مباني أو أراضي). وإما بشكل غير مباشر عندما يشتري المستثمر سند عقاري، صادر عن بنك استثماري في مجال العقارات، أو بالمشاركة في محفظة مالية لإحدى "صناديق الاستثمار" العقارية. وتقوم هذه المؤسسات بشراء سندات تحصل بواسطتها على أموال تستعملها فيما بعد لشراء أراضي أو إنجاز مباني.

3- المشروعات الاقتصادية كأداة للاستثمار:

إن المشروعات الاقتصادية، يمكن اعتبارها من أكثر وأشهر أدوات الاستثمار الحقيقي، منها ما هو صناعي وزراعي و تجاري، ومن ثم فإنها تعتمد على أموال حقيقية، كالآلات والمعدات والمباني، ووسائل النقل والعمال والموظفين. وبالتالي فإن مزج كل هذه العوامل (عوامل الإنتاج) يؤدي إلى خلق "قيمة مضافة" (*). وتنعكس في شكل زيادة في الناتج الداخلي الخام (PIB) للوطن، لهذه الأسباب فإن الاستثمار في المشروعات الاقتصادية له علاقة مباشرة بالتنمية الاقتصادية للمجتمع.

(*) -حتى يستطيع المجتمع أن يحصل على منتجات نهائية، لابد أن يستخدم سلع وسيطة، يدخل عليها بعض التعديلات التي تجعلها في النهاية صالحة لإشباع حاجات الاستهلاك النهائي، ولكن هذه التعديلات تقتضي تضافر جملة من العوامل، كالآلات و الموارد البشرية والمهارات الفنية و القدرات الإدارية، من أجل خلق منتوجات جديدة، تضاف إلى قيمة السلع الوسيطة، وهو ما يعبر عنها بالقيمة المضافة أي القيمة التي تضاف إلى قيمة السلع الوسيطة كنتيجة للعملية الإنتاجية أي أن: القيمة المضافة=قيمة الإنتاج – قيمة مستلزمات الإنتاج.

4- العملات الأجنبية كأدوات للاستثمار:

تعتبر العملات الأجنبية من بين أهم أدوات الاستثمار في أسواق المال العالمية، خاصة في العصر الحاضر. إذ أنها أصبحت منتشرة في جميع أنحاء العالم وتحتل حيزا كبيرا في عمليات البورصة. فهناك أسواق مالية موجودة في نيويورك، وطوكيو، وباريس، وفرانكفورت، ولندن و غيرها.

ومن أهم مميزات سوق العملات الأجنبية أنه يتأثر بعدة عوامل اقتصادية وسياسية، كعوامل ميزان المدفوعات، والقروض الدولية، وأسعار الفائدة، وظروف التضخم والانكماش الاقتصادي، والأحداث السياسية، وعامل العرض والطلب...إلخ.

5- المعادن النفيسة كأدوات للاستثمار:

لقد أصبحت المعادن النفيسة، كالذهب و الفضة والبلاتين، أداة من أدوات الاستثمار الحقيقي. تنظم لها أسواق خاصة يتم التعامل فيها، عن طريق الشراء والبيع المباشر، وإيداع الذهب لدى البنوك، من أجل الحصول على أرباح، أو تتم على شكل مبادلة أو مقايضة، مثلما يحدث في سوق المعاملات الأجنبية.

كما أن أسعار المعادن النفيسة شهدت في الآونة الأخيرة تدهورا حادا بعدما وصلت إلى ذروتها في بداية الثمانينات. ثم انخفض سعرها بعدما ارتفع سعر الدولار. لذا أصبح المستثمرون يفضلون استثمار أموالهم في شراء الدولار.

6- صناديق الاستثمار كأدوات للاستثمار:

صندوق الاستثمار هو عبارة عن أداة مالية، تكونه مؤسسة مالية متخصصة، كالبنوك أو شركة استثمار لها دراية وخبرة في مجال تسيير الاستثمارات، وذلك بهدف تجميع مدخرات الأفراد من أجل استخدامها في المجالات المختلفة للاستثمار، تحقق للمشاركين في هذا الصندوق إيرادا، وفي حدود معقولة من المخاطرة.

وفي هذا المضمار يمكن اعتبار صندوق الاستثمار، كأداة استثمار مركبة، بحكم تنوع الأصول التي تستثمر فيها. حيث أن القائمين على تسيير شؤون الصندوق يمارسون المتجارة بالأوراق المالية، بيعا وشراء، أو المتاجرة بالعقارات والسلع إلى غير ذلك من أدوات الاستثمار المختلفة.

وأهم المزايا التي يقدمها صندوق الاستثمار للمدخرين، هي أنه يمنح فرصة مهمة لمن يحوزون على مدخرات، ولا تتوفر لديهم خبرة ودراية بمجال الاستثمارات. على استثمار أموالهم في مجالات مختلفة، مقابل الحصول على عمولة معينة من طرف الخبراء والمحترفين الذين يتولون إدارة هذه الصناديق.

طبيعة وأهمية الاستثمارات:

نتناول في هذا المبحث طبيعة الاستثمارات أي تصنيفها حسب الأهداف، وزمن دخول وخروج التدفقات المالية، وأيضا حسب العلاقة التي تربط المشروعات الاستثمارية، ثم نتطرق إلى أهمية الاستثمارات، من حيث أبعاده الاستراتيجية والمالية.

طبيعة الاستثمارات (Natures d'investissement):

ترتب الاستثمارات وتصنف حسب الأهداف، وزمن دخول وخروج التدفقات المالية، وحسب علاقتها المتبادلة في البرنامج الاستثماري.

1- تصنيف الاستثمارات حسب أهدافها:

إن اتخاذ أي قرار استثماري مرتبط بمدى تحقيق جملة من الأهداف المنشودة، التي على أساسها يتم تحديد مستقبل ومصير المؤسسة ونذكرها كما يلي:

- المحافظة والإبقاء على قدرات المؤسسة، وذلك عن طريق صيانة الآلات والمعدات والتحديث المستمر لها، للإبقاء على قدراتها الإنتاجية.

- ☒ زيادة القدرات الإنتاجية الموجودة،بالاعتماد على وسائل إنتاجية إضافية.

- ☒ تطوير وتحسين الإنتاجية (productivité) عن طريق تحديث وعصرنة وسائل الإنتاج التقنية بهدف تحسين الجودة و النوعية للمنتوجات.

- ☒ تحسين البيئة الاجتماعية، عن طريق تسهيل شروط العمل، وتوفير وسائل الراحة، والمحافظة على النظافة، و مكافحة تلوث البيئة.

وفي صدد الحديث عن الاستثمارات من حيث أهدافها يمكن تصنيفها إلى ما يلي:

أ- الاستثمارات المباشرة المنتجة:

تنطوي تحت هذا الصنف من الاستثمارات طائفة من الأنواع أهمها:

- **استثمارات الاستبدال**

يقوم هذا الاستثمار على أساس استبدال تجهيزات ووسائل قديمة غير صالحة للاستعمال بتجهيـزات جديدة. و الهدف هذا هو المحافظة والإبقاء على رأس المال التقي على حاله.

- **استثمارات التطوير والإنتاجية**

الهدف من هذه الاستثمارات، هو تخفيض تكاليف اليد العاملة، وبصـفة عامـة، تهـدف إلى تدنئـة تكاليف التصنيع ومضاعفة وتحسين نوعية وجودة الإنتاج.

- **استثمارات التجديد:**

الهدف من هذا الاستثمار، هو خلق منتوجـات جديـدة، وذلـك بـالاعتماد عـلى آلات جديـدة ذات نوعية رفيعة.

- **استثمارات التوسع**

هدف هذا الاستثمار، هو زيارة القدرة الإنتاجية للمؤسسـة. وهـو يتمثـل في التوسـع الكمي للمنتوجات، من أجل زيادة الزيادة المستقبلية للطلب في هـذه الحالـة تلجـأ المؤسسـة إلى إضـافة آلات جديـدة مـع آلات قديمـة. كـما يتمثـل هـذا النـوع مـن

الاستثمار في التوسع النوعي، وذلك بالاعتماد على وسائل إنتاج حديثة، بغرض تحسين نوعية وجودة المنتوج.

ب- الاستثمارات الإجبارية

وهي تلك الاستثمارات.التي يحددها القانون والمناشير التنظيمية والتي تطالب بها نقابات العمال، المتعلقة بالنظافة ومكافحة التلوث والوقاية من الحرائق، وتوفير وسائل الراحة من نقل ومطاعم وعيادات طبية.

جـ- الاستثمارات الاستراتيجية

هذا النوع من الاستثمارات تكون نتائجه غير قابلة للقياس، وذلك بخلق شروط أكثر ملائمة لضمان مستقبل المؤسسة، بهدف المحافظة على سمعة المؤسسة والشهرة التجارية والأسواق التي اكتسابها سابقا. وتهدف أيضا إلى غزو أسواق جديدة عن طريق تحسين النوعية وتوسيع وحدات المؤسسة وزيادة الاختراعات.

2- تصنيف الاستثمارات حسب زمن التدفقات المالية:

تصنف هذه الاستثمارات، انطلاقا من زمن دخول وخروج التدفقات المالية لخزينة المشروع وهي كما يلي:

- الاستثمار الذي يترتب عليه، إنفاق تكاليف الاستثمار دفعة واحدة، ويترتب عن ذلك الحصول على إيرادات الاستثمار دفعة واحدة، مثل النشاط الزراعي.

- الاستثمار الذي تستعمل نفقاته لفترات متعددة من أجل الحصول على إيراد واحد في فترة زمنية واحدة، مثال ذلك حالة الاستثمار في البناء.

- الاستثمار الذي يقتضي استعمال نفقاته مرة واحدة، و يكون متبوعا بإيرادات على شكل دفعات مستمرة، مثل استثمار رأسمال الثابت.

- الاستثمار يستعمل في هذه الحالة نفقاته لفترات متعددة خلال عمر المشروع، للحصول على إيرادات مستمرة و متوالية، أيضا أثناء مدة حياة المشروع، مثل استثمارات المشاريع الصناعية.

3- تصنيف الاستثمارات حسب طبيعة علاقتها المتبادلة في البرنامج الاستثماري:

تصنف هذه الاستثمارات وفقا لدرجة التبعية المتبادلة للمشاريع، أو العلاقة الموجودة بين البرامج الاستثمارية، وفي هذا الصدد يفرق بين ثلاثة أنواع من الاستثمارات كما يلي:

- **المشاريع المستقلة:** وهي المشاريع التي تكون التدفقات النقدية لأحدهما لا تتأثر بقبول أو رفض المشروع الثاني، أي عند إنجاز أحد المشاريع، هذا لا يقتضي بالضرورة إنجاز المشاريع الأخرى.

- **المشاريع المكملة**: يتجسد هذا النوع من الاستثمارات إذا نتج عن اختيار أحد المشروعين، يؤدي إلى زيادة في إيرادات المشروع الثاني، أو انخفاض في نفقاته.

- **المشاريع المترافقة:** نفترض لدينا مشروعين استثماريين ونقول أنهما مترافقان إذا أدى قبول أحدهما، هذا يؤدي إلى ضرورة قبول الثاني وإذا أدى رفض أحدهما يؤدي إلى ضرورة رفض الثاني.

أهمية الاستثمارات

1- أبعاده الاستراتيجية و المالية:

يعتبر قرار الاستثمار ذو أهمية بالغة حيث أنه متعلق باستراتيجية المؤسسة على المدى الطويل، أي متعلق بمستقبل المؤسسة، إذ ينبغي خلق واستغلال إمكانيات جديدة، من أجل توسيع حجم المؤسسة، في حين أن قرارات الاستثمار في المدى القصير هي قرارات تكتيكية تدرج في إطار الهيكل والإمكانيات المتاحة و المتوفرة لدى المؤسسة.

أما تحديد الأبعاد الاستراتيجية للاستثمارات مرتبطة بتحديد الأهداف المستقبلية، بالاعتماد على المعطيات والإحصائيات، ومعرفة المخاطر التي ستواجه استثمار المؤسسة، ولذا ينبغي تحليل وتفسير نقاط القوة والضعف للمؤسسة، ثم يأتي التنبؤ فيما بعد بالمردودية المالية للمشروع.

وتكتسي هذه الاستثمارات أهمية قصوى وذات خطورة على مستقبل المؤسسة، كاستثمارات تحسين القدرة الإنتاجية و الاحتكارية، لأن هذا النوع من الاستثمار يؤدي إلى تغيير بنية المؤسسة، وبالتالي تحويلها من الواقع الحاضر الذي تعمل فيه إلى المستقبل المجهول.

وعليه ينبغي على المؤسسة التنبؤ بالصعوبات، التي قد تتعرض لها من ناحية تسويق المنتجات، أي مواجهة طلبات المستهلكين.

2- قرارات الاستثمار تمتص الموارد المالية:

إن الموارد المالية للمؤسسة محدودة. والاستثمار على المدى الطويل يستلزم أصول دائمة ولاقتناء هذه الأصول ينبغي أن نلجأ إلى عدة موارد منها مثلا: التمويل الذاتي للمؤسسة تقليص مناصب العمل، حيث أن كل منصب عمل ناقص يمثل مورد لهذه المؤسسة، أو تتجه إلى التمويل الخارجي للحصول على الموارد والأصول الدائمة.

وعليه يمكن استخراج علاقة خاصة بالمشروع الاستثماري كما يلي:

مشروع استثماري = الطلب على الأصول الدائمة.

وعليه يجب على كل مشروع استثماري أن يدرس بدقة القرارات المتخذة، لأنها هي التي تحدد مستقبل ومصير المؤسسة. وبالتالي فإن أي خطأ في التقدير يؤدي إلى إفلاس المشروع. ولا يمكن التراجع عنه عند تحديد النفقات الأولية للاستثمار، ومن ثم ينبغي إتمام هذا المشروع، مهما كانت النتائج الناجمة في مرحلة الاستغلال.

الفصل الثاني

إدارة المحفظة الإستثمارية

مقدمة

يؤدي الإستثمار دورًا هاما في النشاط الإقتصادي خاصة مع التحولات الجارية, لذا فإن وسائله و أساليبه تعددت و تنوعت وفقا لرؤية المستثمر ميوله, و لعّل من أهم هذه الوسائل أو الأدوات هو تكوين محفظة إستثمارية التي وضع نظريتها Markowitz عام 1956 ثم تناولها آخرون بعده بالدراسة و التطوير أمثال Turner و غيرهم.

و يهدف تكوين المحفظة إلى تعظيم الثروة عبر زيادة المنفعة, إضافة إلى التقليص من حجم الأخطار التي قد تواجه المستثمر، و لكن الإشكالية المطروحة هنا هي: كيف يتم تحديد التركيبة أو التشكيلة الأساسية لأصول المحفظة الإستثمارية وفقا لمعياري العائد و المخاطرة ؟

الإستثمار و أداة المحافظ الإستثمارية:

مفهوم الإستثمار و إستراتجيته:

يعتبر الإستثمار أحد مكوني الطلب الفعّال إلى جانب الإستهلاك, و يعني ببساطة الإضافة إلى الثروة المتراكمة, حيث يؤدي إلى الزيادة أو المحافظة على رأس المال, وتعد إستراتيجية الإستثمار الخطوة الأولى عند إتّخاذ قرار إستثمارى و هناك إستراتيجيتان هما:

أ- إستراتيجية حذرة: تهدف إلى تحقيق الربح ببطء من إستثمار مرتفع المخاطر.

ب- إستراتيجية نشطة: تهدف إلى تحقيق ربح سريع من خلال المضاربة على الأوراق المالية.

و هناك عاملين أساسيين في اختيار هاتين الإستراتيجيتين:

أ- التكلفة: حيث تتحمل الإستراتيجية النشطة تكلفة أكبر من الإستراتيجية الحذرة.

ب- التنويع:فاستراتيجية المحفظة النشطة عادة ما تكون أقل تنوعا من المحفظة الحذرة.

مفهوم المحفظة الإستثمارية:

هي أداة مركبة من أدوات الإستثمار, تتكون من أصلين أو أكثر و تخضع لأداة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة, الذي يكون مالكا لها أو مأجورًا فقط.

و تتنوع المحافظ حسب أصولها إلى ثلاث أنواع:

- المحـافظ ذات الأصـول الماليـة - المحفظـة ذات الأصـول الحقيقية

- المحافظ ذات الأصول المختلطة, و هو النوع الغالب, وتتنوع سياسات إدارتها إلى ثلاث سياسات.

أنماط السياسات المتبعة في إدارة المحافظ الإستثمارية:

إنّ السياسات المتعارف عليها لدى رجال الأعمال في مجال إدارة المحافظ هي:

أ- السياسة العمومية:

و هي سياسة يفّضل فيها العائد عن الأمان, والنموذج الشائع لهذه المحفظة المثلى لهذه السياسة هي محفظة رأس المال, التي تهدف لجني عائد عن طريق النمو الحاصل في قيم الأصول, و غالبا ما يتم شراء أسهم لشركات في بداية نموّها بجني أرباح رأسمالية مستقبلية ترجع لازدهار إقتصادي محتمل.

ب- **السياسة الدفاعية:**

يعطى فيها عنصر الأمان أولوية على حساب عنصر العائد من خلال التركيز على أدوات الإستثمار ذات الدخل الثابت, ويطلق على هذا النوع من المحافظ, محافظ الدخل و التي تتكون أساساً من سندات حكومية, أسهم ممتازة, عقارات...ألخ.

ج- **السياسة المتوازنة:**

تعتبر هذه السياسة وسطاً بين النمطين السابقين, و يراعي فيها تحقيق إستقرار نسبي في المحفظة مع عائد مقبول, ومستوى مقبول من المخاطرة. ويتم ذلك بتنويع رأسمال المحفظة بأدوات إستثمارية منوعة, وتسمى المحفظة من هذا النوع المحفظة المتوازنة. إذن كيف يتم بناء هذه المحفظة المتوازنة أو المثلى ؟

بناء المحفظة الإستثمارية المثلى:

-1-مفهوم المحفظة الإستثمارية المثلى و مواصفاتها:

المحفظة الإستثمارية المثلى هي تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة و متوازنة من الأصول أو الأدوات الإستثمارية, و بكيفية تجعلها الأكثر ملاءمة لتحقيق أهداف المستثمر, مالك المحفظة أو من يتولى إدارتها, أو بمعنى آخر هي التشكيلة التي تحقق أكبر عائد مع مستوى مخاطرة مقبول, وبالتالي نستطيع القول أنّ المحفظة المثلى هي التي تتوفر فيها المواصفات التالية:

أ- تحقيق توازن للمستثمرين بين العائد و الأمان

ب- تتميز أصولها بقدر كافي من التنويع الإيجابي

ت- أن تحقق أدوات المحفظة حدّاً من السيولة أو القابلية للتسويق التي تمكّن المدير من إجراء أية تعديلات جوهرية.

و انطلاقا من كون العائد و المخاطرة معيارين أساسيين في تحديد أمثلية المحفظة لا بدّ من تحديد مفهومهما.

-2- مفهوم العائد والمخاطرة:

* العائد على الإستثمار هو الزيادة الحقيقية في القيمة الإجمالية لأصول المحفظة خلال العام منسوبة إلى القيمة للأصول في بداية العام.

* أمّا مستوى المخاطرة المقبـول فيقصـد بـه الإنحـراف المعيـاري الحـادث في عائـدها الفعـلي عـن عائدها المتوقع, وقدّ تم تقسيم المستثمرين وفقا لمدى تقلبهم لمخاطر الإستثمار إلى فئتين:

1- فئة المستثمرين الراشدين, و تبدي تحفظا إتجاه المخاطرة,

2- فئة المستثمرين المضاربين: و تبدي توجها نحو المخاطرة.

-3-الطرق المعتمدة لتحديد العائد: و تنحصر هذه الطرق في:

أ- **طريقة الرسم البياني:**

و هي تمثل نقاط الفترة المالية مع العائد, وتجمع بخط بياني يقع في وسط هذه النقـاط, و لكن هذه الطريقة لا تعطي صورة واضحة الأمور لأنه لا يأخذ بعين الاعتبار درجة المخاطرة.

ب- طريقة معدل النمو المتوسطي:

تستخدم هذه الطريقة فقط في حال أنّ العائد عـلى المحفظـة كـان في زيـادة مسـتمرة, وتعتمد على حساب الزيادة الحاصلة في العائدين بين فترة و أخرى بناءاً على المعادلات التالية:

- مقدار النمو الوسطي = $\frac{\text{أكبر عائد(خلال الفترة) – أصغر عائد}}{\text{عدد السنوات}}$

معـــدل النمـــو الوســـطي = مقـــدار النمـــو الوســـطي / (أكـــبر عائـــد + أصـــغر عائد) × 100

فمعدل النمو الوسطي, يستعمل في تحديد معدل العائد للسنوات المقيلة, لكن هذه الطريقة غير منطقية، لأنها تفترض أنّ العائد في زيادة مستمرة.

ث- طريقة المتوسط الحسابي:

و تعتمد على مبدأ تجميع نسب العائد للفترات السابقة و قسمة هذه المجموع على عدد الفترات, و اعتبار الحاصل متوسط عائد هذه المحفظة, وفي حالة عدم التأكد يجب تحديد درجة المخاطرة بحساب التشتت و الإنحراف المعياري.

ج- **طريقة القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية:**

و تعتمد على حساب التدفقات النقدية الداخلة أو الخارجة المتوقعة من هذا الإستثمار و ذلك بالقيمة الحالية, و هو ما يسمى بالقيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية van

و لكن الحصول على van موجبة لا يكفي لاختيار هذه المحفظة, بل يجب حساب مؤشر الربحية ويساوي مؤشر الربحية= [van / كلفة الإستثمار] × 100

و مقارنته بحجم المخاطرة المتوقعة على هذا الإستثمار.

د - طريقة معدل المردود الداخلي:

و يقصد به معدل الخصم الذي يجعل من van مساوية للصفر, وطبقـا لهـذه الطريقـة نختار المحفظة ذات المعدل الأعلى. و إذا كانت محفظة واحدة فتقبل إذا كـان هـذا المعـدل أعـلى من كلفة رأس المال, و نفترض هذه الطريقة أنّ الأصول سوف يعاد إستثمارها بنفس نسبة المعـدل طوال فترة المشروع.

و بعد تحديد نسبة المخاطرة و قيمة العائد للمحفظة, ويتم إختيار المحفظـة المـثلى وفـق مبـادئ محددة.

-4-مبادئ بناء المحفظة الإستثمارية المثلى:

و تتلخص في:

1- إختيار المحفظة ذات المخاطرة الأقل في حالة تساوي العائد.

2- إختيار المحفظة ذات العائد الأعلى في حالة تساوي درجة المخاطرة.

3- إختيار المحفظة ذات الأعلى عائد و الأقل مخاطرة في باقي الحالات.

الناحية النظرية تحدد المحفظة المثلى في أية نقطة من نقاط القطاع غـير المظلـل مـع قبـول نسـبة محددة من المخاطرة, ولكن عمليا هذا النوع من المحافظ غـير متـاح لـذا سـوف يختـارا لمسـتثمر محفظته المثلى في نقطة من نقاط المنحنى م باعتباره أبعد حدّ في قطاع المحافظ الممكنة.

و لتحديد نقطة المحفظة المثلى نستعين بمفهوم منحنيات السواء الذي يعكس ميـول المسـتثمر في ميادين العائد بالمخاطرة.

إختيار المحفظة المثلى عن طريق منحنيات السواء:

خصائص منحنيات السواء:

أ- إتجاه منحنى السواء من الأسفل إلى الأعلى ومن اليمين إلى اليسـار, يعكـس العلاقـة الطرديـة بين المخاطرة و العائد.

ب- مستوى منحنيات السواء هابط من أعلى لأسفل, بمعنى أنّ المستثمر إذا لم يجد محفظة مـثلى وفقا للمنحنى , فإنه سيظطر للتنازل و البحث عنها في المنحنى .

ت- أن جميع المحافظ التي تقع على منحنى سواء معـين لهـا جاذبيـة متسـاوية مـن وجهـة نظـر المستثمر.

ث- المحفظة التي تقع على منحنى سواء أعلى, هي أكثر جاذبية للمستثمر عن أيّ محفظة أخـرى تقع على منحنى سواء يقع أسفله, و بلغة الإقتصاديين, المنحنى الأعلى يكون أكبر منفعـة مـن المنحنى الأسفل.

فرضيات منحنيات السواء:

أ- **فرض عدم التشبع:**

و يقصد به أنّ المستثمر يفضل دائما الإستثمار الذي يحقق أقصى عائد ممكن, وعند المفاضلة بين إستثمارين نختار الإستثمار ذو العائد الأكبر.

ب- **فرض كراهية المخاطرة:**

يعني أنه لو أتيحت للمستثمر المفاضلة بين إستثمارين متساويين من حيث العائد فسوف يختار أقلّها مخاطرة.

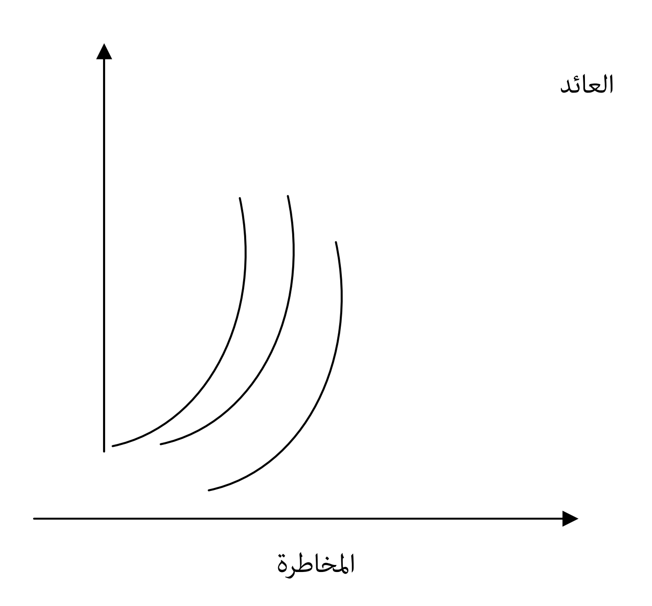
مفهوم الحدّ الكفء:

في اختيار المحفظة المثلى, تضع نظرية المجموعة الكفأة شرطين:

أ- اختيار التوليفة المثلى التي تحقق أقصى عائد متوقع, في ظل مستوى معين من المخاطر.

ب- اختيار التوليفة التي تتعرض لمخاطر أقل, في ظل مستوى معين من العائد, ويطلق على الإستثمارات التي تتوافر فيها هذين الشرطين " بالمجموعة الكفأة " من الإستثمارات, وذلك من بين المجموعات الممكنة.

اختيار المحفظة المثلى:



و تتحدد بنقطة تماس الحد الكفء مع منحنى السواء للمستثمر

مبدأ التنويع للتخفيض مستوى المخاطرة:

مزايا تنويع المحفظة بالأصول الغير الخطرة:

لتوضيح ذلك نأخذ المثال التالي:

محفظة استثمارية تتكون من سهمين 1, 2, التوزيع الإحتمالي للعائد في كلّ منها كما يلي:

الإحتمال B	العائد من السهم 1(F)	العائد من السهم 2
0.5 0.5	0.20 0.10	0.20 0.10

نحسب العائد المربح للسهم أ حسب العلاقة:

$$F^*_1 = \Sigma_{p=1} B_{p\,X} F_p$$

$$F^*_1 = (0.5 \text{ x } 0.2) + (0.5 \text{ x } 0.1) = 0.1 + 0.5 = 0.15$$

نحسب المخاطرة المربحة للسهم أ حسب العلاقة:

$$R_p^* = \Sigma_{p=1} B_p(F_p - F^*)^2$$

$$R^*_p = 0.5(0.2-0.15)^2 + 0.5(0.1-0.15)^2 = \sqrt{0.0025} = 0.15$$

و بنفس الطريقة $R^*_2 = 0.05$ $F^*_2 = 0.15$:

بعد تكوين محفظة من السهمين معاً, تصبح معادلة العائد المتوقع من المحفظة كما يلي:

$$F^*_p = \Sigma_{p=1} K_p . F^*_p$$

حيث K_p: الوزن النسبي لكل سهم في المحفظة

$$F^* = (0.5 \text{ x} 0.15) + (0.5 \text{x} 0.15) = 0.15$$

0.5 تعني 50% لأن المحفظة تتكون من السهمين 1, 2 بالتساوي, أما المخاطرة المربحة للمحفظة بافتراض معامل الإرتباط بين عائدي السهمين معدوم فتحدد بالمعادلة:

$$R^{*}= \sqrt{(K_1\ R_1)^2+ (k_2\ R_2)^2+\underbrace{(K_1)^2 \times (cov)(1,2)+(k_2)^2 \times (cov)(1,2)}}$$

= 0 لأن معامل الإرتباط معدوم

$$R^{*}= \sqrt{(0.5 \times 0.05)^2 + (0.5 \times 0.05)^2} = 0.035 < 0.05$$

قلت نسبة المخاطرة ب 15%.

عوامل نجاح سياسة تنويع المحافظ الإستثمارية:

1- تنوع المخاطر الإستثمارية:

و تصنف المخاطر إلى:

- مخاطر سوقية: و هي مرتبطة بظروف السوق, تتميز بالإنتظام و يمكن توقعها و بالتالي تجنبها

- مخاطر غير سوقية: أسبابها خارجة عن ظروف السوق المالي, و يصعب التنبؤ بها, كما أنها غير منتظمة, و سياسة التنويع قد تنجح في تخفيض النوع الثاني من المخاطر لكن لا تفيد في تجنب النوع الأول.

2-عدد أصول المحفظة:

فكلما زاد عدد أصول المحفظة, كلما تزايدت مزايا سياسة التنويع في تخفيض المخاطر, وهذا طبقا لقانون العينات العشوائية الذي يشير إلى التناسب العكسي بين عدد عناصر المحفظة و احتمال تركز الخسارة في عنصر معين.

3- معامل الإرتباط بين أصول المحفظة:

* من حيث نوع الإرتباط: فقد يكون موجبا كما يحدث بين أسعار الأسهم و أسعار العقار , وقد يكون سالبا كما حدث في أزمة الوول ستريت , عندما أدى الإنخفاض الحاد في أسعار الأسهم إلى إرتفاع حاد في أسعار السندات.

* من حيث قوة أو ضعف معامل الإرتباط: تتراوح بين +1 و -1 , فعلى مدير المحفظة في تنويع الأصول أن يراعي كلا من نوع الإلاتباط و قوة معامله.

ففي حالة الإرتباط السالب, تزداد مزايا التنويع كلما قوى معامل الإرتباط بين عوائد الأصول , بينما في حالة الإرتباط الموجب تزداد مزايا التنويع كلما ضعف معامل الإرتباط.

حساسية التنويع لا تنجح في تخفيض المخاطر الغير سوقية إذا كان الإرتباط موجبا و قويا , لأن عملية التنويع ماهي إلا تكرار لأصل من الأصول , على العكس, عندما يكون الارتباط سالبا أو معدوما , فالتنويع يكون موجبا و مفيدا في تخفيض المخاطر, لأن الآثار ستعم و في إتجاهات متعاكسة.

ذكرنا أنّ عوامل نجاح سياسة التنويع هو تنوع المخاطر خاصة تلك المتعلقة بالسوق , والتي يمكن التنبؤ بها , وذلك عن طريق معامل β , فكيف يكون ذلك ؟؟

التنبؤ بمخاطر المحفظة باستخدام معامل β:

النموذج الرياضي المبسط لتطبيق هذا المعامل هو $dF= A+ (\beta x\ dF.S)$

dF: معدل التغير في العائد للمحفظة.

S: معدل التغير في متوسط معدلات العائد لجميع أدوات الإستثمار.

A: ثابت المعادلة. β: يمثل درجة حساسية عائد المحفظة للمخاطرة

إذا يمكن تعريف β , بأنه مقدار التغير النسبي المتوقع حدوثه في عائد أسهم المحفظة بالقياس للتغير الحادث في متوسط عائد الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية

- إذا كان المعامل β=1 , معناه معدل تغير العائد المتوقع للمحفظة هو نفس معدل التغير الحادث في العائد السوقي بشكل عام , فإذا انخفض هذا الأخير بنسبة 20% بسبب حادث فإن عائد سهم المحفظة سوف ينخفض بنسبة 20% كذلك , وهذا ما يطلق عليه بالمخاطرة السوقية العادية.

و نستفيد من معادل β في بناء أو إحلال الأصول المكونة للمحفظة, ففي حالة انتعاش محتمل في السوق المالي , فيتم احلا أصول استثمارية ذات معامل β منخفض, و في حالة الإنكماش يتم العكس.

مثال: لنأخذ محفظة تتكون من 4 أصول مالية حسب الجدول التالي:

بيان أصول المحفظة	القيمة V	معامل β
سهم A	1000	0.75
سهمB	1000	1.25
سهمC	1000	1.40
عملات أجنبية	500	0.2

نحسب معامل β المربح $\beta^* = \Sigma V \beta / \Sigma V$

$$= \frac{(1000\times0.75)+(1000\times1.25)+(1000\times1.4)+(500\times0.2)}{1000+1000+1000+500} = 1$$

إذا كانت لدينا توقعات بانتعاش السوق المالي, فإننا نسعى للإستفادة منه عن طريق رفع معامل β^* وذلك باستبدال الأصل (عملات أجنبية) ذو معامل منخفض بأصل آخر , وليكن السهم D بقيمة 500 بعامل β =-3

$$\beta^* = \frac{(1000\times0.75)+(1000\times1.25)+(1000\times1.4)+(500\times3)}{3500} = 1.4$$

إذا سيترتب زيادة أكبر في العائد المتوقع من المحفظة بنسبة إذا انتعشت السوق المالية ب 10%

و ذلك ب 10% × 1.4 = 14%

رغم أنّ كلما ذكرناه في الفصول السابقة صالح لكل نوع من أنواع المحافظ ,إلا أنّ هناك ظوابط و قيود لتكوين محافظ الأوراق المالية و عوامل يجب مراعاتها عند إدارة هذه الأخيرة

خصائص محافظ الأوراق المالية:

ضوابط و قيود تكوين محافظ الوراق المالية:

1- ظوابط و قيود زمنية: أي المدى الزمني الذي يرغب صاحب المحفظة الإستمرار فيه مستثمرا لأمواله (قصيرا, طويلا, متوسطا, لمدة سنة....)

2- ظوابط و قيود مالية و رأسمالية: و هي حجم و نوع الأموال المتاحة لمدير المحفظة و التي يتم من خلالها شراء و حيازة الأوراق المالية و تكوين التوليفة أو المزيج المناسب في الأوراق المالية.

3- ظوابط أو قيود الحاجة إلى تسييل المحفظة: و هو القيد الذي يضعه صاحب المحفظة على مديرها في شكل إمكانية تسييل المحفظة بالكامل أو بجزء كبير منها أو بشكل فجائي أو في اجل قصير, مما يجعل مدير المحفظة ينجز أنواعا معينة من الأوراق المالية التي تحقق هذا الهدف.

4- ظوابط و قيود ضريبية و إلتزامية: كثيرا ما تعرض قوانين أو تشريعات تعطي مزايا أو إعفاءات ضريبية معينة لأوراق مالية معينة قد تكون لفترات زمنية منصوص عليها و من ثم يكون سعر المحفظة على علم بهذا كله, وبالتالي يجب مراعاته عند تكوين المحفظة

5- ظوابط و قيود الأخطار و المخاطر: يقوم مدير الإستثمار باختيار الأوراق المالية التي يتناسب درجة الخطر في الإستثمار فيها مع استعداد المستثمر و قدرته على قبول و تحمل المخاطر.

العوامل التي يجب مراعاتها عند إدارة الأوراق المالية:

1- معدل الفائدة و سعر الورقة المالية: إنّ عملية إدارة المحفظة تقوم على متابعة تطور العائد الذي تحققه الورقة , وذلك بمتابعة الأوراق المالية الجديدة التب تطرح في السوق لأول مرة , ومقارنة العائد عليها باغائد الخاص بالورقة المحتفظ بها في المحفظة.

2- مدى التقلبات في معدل الفائدة: يرتبط الإستثمار في الورقة المالية ليس فقط بمعدل العائد , ولكن أيضا بمدى الإستقرار في معدل العائد و اتجاهات هذا السعر في الأجلين القصير و الطويل أيضا.

3- مدى التقلبات في سعر الورقة المالية ذاتها: فكلما كان سعر الورقة المالية يزداد في السوق بشكل تراكمي فإن هذا أدعى إلى الإحتفاظ بها, فالزيادة التراكمية التي تطرأ على القيمة السوقية للورقة تشجع المستثمرين على طلبها نظراً لما تحققه من ربح رأسمالي.

4- تأثير تآكل القوة الشرائية للنقود: في حالة التضخم, الإحتفاظ بالنقود أمر غير رشيد , لذا يزداد إقبال الأفراد على الإستثمار في الأصول العينية و الوراق المالية, خاصة تلك التي ترفع قيمتها السوقية مع ازدياد قيمة الأصول التي سبق شراؤها بأسعار منخفظة.

الإعتبارات الفتية في إدارة محفظة الأوراق المالية:

1- الإعتبارات الزمانية و المكانية: حيث تتدخل اعتبارات التوقيت في قرار الإحتفاظ بالورقة المالية في المحفظة أو التخلص منها , و كمثال على ذلك توقيت استحقاق سداد الورقة المالية, أما اعتبارات المكان , فتتعلق بالمخاطر التي قد يتعرض لها الإستثمار في مكان معين.

2- مستوى جودة الورقة المالية: و يتم ذلك من خلال تحليل البيانات المتوافرة عنها, حيث يتم تصنيف الأوراق المالية و ترتيباتها بنا على نتائج التحليل الذي تم.

3- السياسات المالية و النقدية للدولة: كسياسة التوسع في الإصدار النقدي , وفي الإنفاق الحكومي الجاري و الإستثماري, و سياسات التكميش و تعقيم الكتلة النقدية , وتأثير ذلك على اتجاهات أسعار الأسهم و فوائد عوائد الأسهم.

4- عمليات معالجة الأخطار: تتأثر عمليات الاستثمار و قرارات البيع و الشراء للأوراق المالية المتداولة بكم ونوع المخاطر التي تواجهها من حيث الآتي:

أ- عمليات تحليل و تحديد الأخطار.

ب-عمليات توزيع الخطر و تحديد مصادر التعامل معه و نشر مجالاته

جـ- عمليات توزيع الخطر و تحديد مصادر التعامل معه و نشر مجالاته

د- عمليات تنويع الأخطار , وعدم تركيزها في إطار سياسة تثبيت الخطر

و تسهيلا لإدارة مثل هذا النوغ من المحافظ و تشجيعا للإستثمار فيه تم إنشاء ما يسمى بشركات الإستثمار.

شركات الإستثمار:

هي شركات تتلقى أموال من المستثمرين من مختلف الفئات , لتقوم باستثمارها في تشكيلات (صناديق) من الأوراق المالية, يتحدد نصيب المستثمر بعدد الحصص في التشكيلة التي يستثمر فيها أمواله, أما الأوراق المكونة للتشكيلة , فهي من النوع ذو التداول العام مثل الأسهم و السندات و أذونات الخزينة...ألخ.

و ليس من حقّ المستثمر أنّ يدّعي ملكية أوراق مالية معينة داخل التشكيلة , و يمكن القول أنذ شركة الإستثمار هي عدد من الصناديق يدير كل منها فريق إدارة مستقل , ويمكن تصنيف الصندوق على أساس تشكيلة الأوراق المالية المكونة لها.

تصنيف صناديق أُستثمار وفقا لمكونات التشكيلة:

1- صناديق الأسهم العادية:

و تتكون من الأسهم العادية فقط , إلاّ أننّا نميز فيها بين الصناديق التـي تـدار باسـتمرار و يقظـة , والصناديق التي لا تحظى سوى بقدر ظئيل من اهتمام الإدارة , وهي تلك التي لا تبذل الإدارة من جانبها مجهودا لإختيار التشكيلة, لأنها تسعى إلى تحقيق عائد مماثل لعائد السوق.

2- صناديق السندات:

و تتكون من سندات فقط , قد تكون مرتفعة الجودة , وتولـد عائـداً منخفضـا نسـبيا و ولكنهـا لا تنطوي على مستوى منخفض من المخاطر أو قـدّ تكـون متباينـة مـن حيـث الجـودة و المخـاطر و العائد.

3- الصناديق المتوازنة:

و تتمثل على مزيج من أسهم عادية و أوراق مالية أخرى ذات دخل ثابت و محدد مثل السندات التي تصدرها الحكومة و منشآت الأعمال, والسندات القابلة للتحوبل إلى أسـهم عاديـة , والأسـهم الممتازة و وتتميز التشكيلة بمعامل β أقل من الواحد الصحيح , بمعنى أنّ القيمة السوقية للأوراق المالية المكونة للصندوق لا ترتفع أو تنخفض بنفس مستوى التغير في السوق.

4- صناديق سوق النقد:

و هي تلك الصناديق التي تتكون من تشكيلة من الأوراق المالية قصيرة الأجل كأذونات الخزينة, وشهادات الإيداع التي عادة ما تتداول في سوق النقد أيّ من خلال مؤسسات مالية كالبنوك التجارية.

تعتبر المحفظة الإستثمارية من أهم الأدوات الإستثمارية التي ظهرت حديثا, و هي مجموعة من الأصول المختلطة الماليةو الحقيقية تدار من طرف شخص يدعى مدير المحفظة, هذا الأخير يحاول تحقيق أهداف المستثمر من خلال اختيار تشكيلة تحقق أكبر عائد مع مستوى مخاطرة مقبول , وهما المعيارين الأساسيين في تحديد أمثلية المحفظة.

و لبلوغ هذا الهدف , يتم اللجوء عادة إلى التنويع و ادراج بعض الأصول الغير خطرة , وتنجح هذه السياسة عندما يكون معامل الإرتباط بين الأصول معدوما أو ضعيفا.

كلّ هذه المبادئ صالحة لكل أنواع المحافظ المالية, و نظراً لأهميتها و حساسيتها اللامتناهية للأحداث الجارية في السوق المالي, تنفرد ببعض الخصائص لذا لها اعتبارات و قيود و ظوابط خاصة يجب مراعاتها سواء في تكوين أو إدارة مثل هذه المحافظ.

و في الأخير يمكن القول أنّ هذا البحث, ركّز على النقاط الأساسية في كيفية تكوين و إدارة المحافظ الإستثمارية رغم ذلك يبقى غير شامل, ولأننا لم نتطرق

فيه إلى نوع معاصر من المحافظ و هو المحافظ الدولية و تنفرد هذه الأخيرة بخصائص معقدة و كثيرة تجعلها جديرة بالبحث.

الفصل الثالث

الإستثمار المصرفي وقياس المخاطر

مقدمة

أن الاستثمار الذي نقصده هنا هـو النشـاط الاقتصـادي , الـذي يتحـدد في شراء و بيـع الاسـهم و السندات , أي شراء و بيع الاوراق المالية (Securities) و يأتي الاستثمار المصرفي في المرحلة التالية و بعد الائتمان المصرفي من حيث الاهمية , كمجال لتوظيف المـوارد الماليـة للمصـارف أو مـايعرف بادارة اصولها (Assets Management).

و تتخذ معظم المصارف الاستثمار في الاوراق المالية كبديل للنقدية (Substitute for Cash) , أي أن المصـارف بـدلا مـن أن تحـتفظ بارصـدة نقديـة كبـيرة في خزائنهـا تحقيقـا لهـدف السـيولة (Liquidity, التي لا يتولد عنها أي عائد , تقوم باستثمار جـزء مـن تلـك النقديـة في اوراق ماليـة يتولد عنها عائد يحقق لها هدف الربحية (Profitability) , و في الوقت نفسه يمكن تحويلها إلى نقدية بصورة سريعة , عندما يقتضي الامر ذلك , و هو ما يحقق هدف السـيولة و هـذا يعنـي أن الاستثمار في الاوراق المالية يستهدف تحقيق الربحية و السيولة معا.

و يعرف المستثمر في الاوراق المالية , بأنه توظيف الاموال الفائضة عن حاجة المسـتثمر الحاليـة في شراء اوراق ماليـة , امـلا في الحصـول عـلى عوائـد مسـتقبلية تعوضـه عـن امكانيـة تاجيـل اشـباع حاجـات اسـتهلاكية حاليـة , و عـما يمكـن أن يتعـرض لـه مـن مخـاطر في سـبيل ذلـك، و يعـرف الاستثمار في الاوراق المالية كذلك , بانـه تخصـيص جـزء مـن الامـوال لتوظيفـه في الاصـول الماليـة لفـترة مـن الـزمن بهـدف الحصـول عـلى تـدفقات نقديـة في المسـتقبل لمواجهـة الزيـادة في

معدل التضخم و تغطية المخاطر المصاحبة لتدفقات الاموال. و الاستثمار أما أن يكون فردي) (Signal) أو متعددة , (Multiple) و يقصد بالاستثمار الفردي شراء اصل واحد فقط حتى لو تكررت الوحدات المشتراة من هذه الاصول (Assets) بينما يكون الاستثمار متعددا إذا شمل نوعين أو اكثر من الاصول (محفظة الاستثمار).

و المحفظة (Portfolio) مفهوم يطلق على مجموع ما يملكه المستثمر من اصول بشرط أن يكون الهدف من هذا الامتلاك هو تنمية القيمة السوقية لها و تحقيق التوظيف الامثل لما تمثله هذه الاصول من اموال. و بطبيعة الحال فان امتلاك الاوراق المالية كالاسهم و السندات , يعتبر جزءا هاما من اية محفظة استثمارية (Investment Portfolio) , و موضوع المحفظة الاستثمارية من المواضيع الجديدة في عالم الاستثمار و في عموم الاسواق المالية في العالم , و قد وضع ماركويتز نظرية المحفظة(Portfolio Theory) عام 1952 , و تطورت بعد ذلك من قبل عدد من المحللين الماليين.

عناصر محفظة المصرف الاستثمارية

يمكن أن تناول اهم عناصر محفظة المصرف الاستثمارية و هي كما يلي:

1- الاسهم Stocks

تعد الاسهم بمثابة صكوك ملكية طويلة الاجل (Long – Term Equity) بمعنى انها ليست لها تاريخ استحقاق , و أن مسؤولية حاملها (المصرف) محددة بقيمة السهم , و لا يحق المطالبة بارباح ألا إذا قررت الجهة المصدرة للاسهم ذلك , و يلاحظ هنا انه في حالة تعرض هذه الجهة للافلاس , فان حملة الاسهم يحصلون على ما تبقى من اموال التصفية و التي قد تكفي أو لا تكفي لسداد مستحقاتهم أو اموالهم التي اشتروا بها تلك الاسهم لغرض الاستثمار.

و هذا يعني أن الاسهم تتعرض لمخاطر عدم استرداد القيمة بصورة اكبر بكثير من السندات , لذا فمن الطبيعي أن تميل السياسات الاستثمارية في المصارف إلى تفضيل الاستثمار في السندات عن الاسهم العادية , لانه من المفترض أن تسعى المصارف إلى حماية اموال مودعيها من خلال الاحجام عن الاستثمارات في مجالات تنطوي على قدر مرتفع من المخاطر , و يمكن التفرقة بين نوعين من الاسهم و هما:

(أ) الاسهم الممتازة Preferred Stocks

تتيح هذه النوعية من الاسهم لحاملها الحصول على نصاب ثابت من التوزيعات الدورية (Fixed Dividend) , و يلاحظ أن هذه التوزيعات عادة ما تكون

نسبة معينة من القيمة الاسمية للسهم الممتاز , و ياتي حملة الاسهم الممتازة بعد حملة السـندات من حيث حصولهم على المستحقات في حالة التصفية , لذا فان مخاطر عدم السداد التـي ينطـوي عليها السهم الممتاز اعلى من مخاطر السندات , و من ثم فان العائد المطلوب على الاستثمار فيها يكون بالتالي اكبر من العائد المطلوب على السندات.

و يتبين مما تقدم أن الاسهم الممتازة ذات طبيعـة مختلطـة (Hybrid Nature) أي انهـا خلـيط بين السندات و الاسهم العادية فهي تتشابه مـع السـندات في انهـا يتولـد عنهـا عائـد ثابـت بيـنما تتشابه مع الاسهم العادية في أن كلاهما ليس له تاريخ استحقاق , و أن مسؤولية حاملهم محدودة بقيمة الاسهم.

(ب) الاسهم العادية Common Stocks

لا يحصل حامل هذه النوعية من الاسهم (أي المصرف المستثمر) على عائد ثابت , حيـث يتوقـف العائد المتولد من الاسهم العادية على حجم الارباح التي حققتهـا المنظمـة المصـدرة لهـا. و بالتـالي فان في حالة تعرض هـذه المنظمـة لخسـائر (في احـدى السـنوات) و تقـرر عـدم توزيعـات فـان حملة الاسهم العادية لا يحصلون مطلقا على أي عائد , فضلا عن انه إذا افلست المنشـاة المصـدرة للاسهم , فان حملة الاسهم العادية آخر من يحصلون على مستحقاتهم من امـوال التصـفية و ذلك إذا ما تبقى شيء منها يمكن اخذه.

و يستخلص ما سبق أن الاسهم العادية تعد اكثر انواع الاوراق المالية التي تضمنها محفظة المصرف الاستثمارية تعرضا لمخاطر عدم السداد , لذا فمن المتوقع أن يكون العائد المطلوب للاستثمار فيها هو اعلى العوائد المطلوبة بالنسبة للاوراق المالية.

2- السندات

تعتبر السندات بمثابة عقد أو اتفاق بين الجهة المصدرة و المستثمر و يقتضي هذا الاتفاق بان يقرض المستثمر (المصرف) الجهة المصدرة مبلغاً لمدة محدودة و سعر فائدة معين و السند يختلف عن القرض لانه قابل للتداول حيث يمكن بيعه و هو بذلك يحتفظ بسيولة عالية لحامله , بمعنى أن السند بمثابة صك مديونية يعطي لحامله (المصرف المستثمر) الحق في استرداد قيمته الاسمية عندما يحين تاريخ الاستحقاق , و يحصل بمقتضاه على فائدة بصفة دورية وفقا للمعدل المحرر على السند.

و من الملاحظ انه في حالة تعرض المنشاة المصدرة للسند للافلاس فان حملة السندات يكون لهم الاولوية في الحصول على مستحقاتهم من اموال التصفية , أما من حيث العائد فيحصل حملة السندات على قدر ثابت من الفوائد في تواريخ محددة بغض النظر عن الارباح و الخسائر التي نجم عنها نشاط الجهة المصدرة للسند و نظرا للثبات النسبي في العائد المتولد من السندات , فعادة ما تكون القيمة السوقية (السعر الذي يباع به السند في سوق المال) ثابتة نسبيا ايضا , و هو ما يعني تعرض السندات لقدر اقل من مخاطر انخفاض القيمة السوقية.

و يستخلص مما تقدم ان السندات تتصف بثلاثة خصائص رئيسية هي:

أ- استقرار العائد الدوري.

ب- التعرض لدرجة اقل من مخاطر انخفاض القيمة السوقية.

جـ- التعرض لدرجة اقل من مخاطر الافلاس.

و يمكن تصنيف السندات إلى نوعين اساسيين هما:

(أ) السندات الحكومية Government Banks

و تتمثل في الصكوك التي تصدرها الحكومة و اذونات الخزانة و ماشابه ذلك , لان هذا النوع من السندات لا يتعرض تقربيا لمخاطر عدم استرداد القيمة فعادة ما يكون معدل الفائدة عليه منخفضا نسبيا.

و يرجع انخفاض تعرض السندات لمخاطر عدم الاسترداد إلى أن قدرة الحكومة تعتبر لا نهائية على السداد , طالما انها تستطيع اصدار المزيد من اوراق النقد حال رغبتها في ذلك.

(ب) السندات غير الحكومية Non - Government Bonds

و هي الصكوك المصدرة من الجهات غير الحكومية و من امثلتها شهادات الايداع القابلة للتداول التي تصدرها المصارف التجارية الاخرى أو ما تصدره منشات الاعمال من السندات , و غني عن البيان أن هذه السندات تتعرض نسبيا لمخاطر عدم استرداد القيمة بدرجة اعلى من السندات الحكومية , و بالتالي فالفائدة عليها مرتفعة مقارنة بفوائد السندات الحكومية

ثالثا: الفرق بين الاسهم العادية والسندات

تختلف الاسهم العادية عن السندات في ثلاثة جوانب رئيسية , تتعلق بمدى استقرار العائد , و مدى التعرض لمخاطر انخفاض القيمة السوقية , و مدى التعرض لمخاطر الافلاس:

مدى استقرار العائد

يحقق حملة السندات على قدر ثابت من الفوائد في تواريخ محددة , بغض النظر عن ارباح أو خسائر المنشاة التي اصدرتها , أما حملة الاسهم فيحصلون على ارباح يتوقف حجمها إلى حد كبير على حجم الارباح المتولدة و إذا ما اسفر نشاط المنشأة عن خسائر فقد لا يحصلون على شيء بالمرة.

مخاطر انخفاض القيمة السوقية

ان القيمة السوقية للاسهم تتقلب بمقدار اكبر من تقلب القيمة السوقية للسندات، مع ثبات الاشياء الاخرى وان السبب في ذلك يعود الى تقلب العائد الدوري المتولد عنها مقارنة بوضع العائد المتحقق للسندات، اضافة الى ذلك قد تتعرض الاسهم الى خسائر عندما تنخفض القيمة السوقية لها.

مخاطر الافلاس

يعد السند صك مديونية بينما يمثل السهم صك ملكية , و هذا يعني انه في حالة افلاس المنشاة يكون لحملة السندات الاولوية في الحصول على مستحقاتهم من اموال التصفية , أما حملة الاسهم فيحصلون على ما تبقى من

تلك الاموال , و التي قد تكفي أو لا تكفـي لاسـترداد امـوالهم التـي سـبق أن اسـتثمروها في تلـك المنشاة.

اهداف محفظة الأوراق المالية

يمثل **العائد** على محفظة الأوراق المالية، المنبع الرئيسي الذي يعتمد عليه المصرف لمواجهة التزاماته الأساسية، مثل سداد الفوائد المستحقة عـلى الودائـع، واجـراء توزيعـات عـلى المسـاهمين، وزيـادة الأرباح المحتجزة لمقابلة التوسعات المستقبلية، لذا فمن المتوقع أن يكون للنجاح في ادارة محفظـة المصرف، آثـار جيـدة عـلى قـدرة المصرف عـلى الإضـطلاع بتلـك الأعبـاء، وتقـتضي الأدارة الناجحـة لمحفظة المصرف ضرورة تحديد اهدافها، عـلى اعتبـار أن الاهـداف هـي الإطـار الـذي تصـاغ عـلى ضوئها السياسات الخاصة بالمحفظة .

ومن الأهداف التي يسعى إلى تحققها المصرف ما يأتي:

1- الوفاء بمتطلبات السيولة النقدية وتجنب مخاطر العسر المـالي، إذ تعـد محـافظ الاوراق الماليـة من اهم مصادر السيولة، حيث يستطيع المصرف اللجوء إلى بيع محتوياتها في السوق المـالي حيـث تستدعي الحاجة.

2- استثمار الفائض من اموال المصرف عندما تكون الطلبات عـلى القـروض والسـلف لديـه قليلـة، ففي هذه الحالة يكون لدى المصرف أموالا فائضة لابـد أن يسـعى إلى اسـتثمارها بـدلا مـن تركهـا مجمدة في خزائنه.

3- تحقيق الأرباح للمصرف، إذ تشكل أرباح محافظ الأوراق المالية في كثير من الأحيان نسبة كبيرة من مجموع ارباح المصرف.

4- توثيق العلاقة مع كبار المودعين، مثلا تقوم المصارف باستثمار جزء من مواردها في شراء السندات الحكومية، على الرغم من انخفاض العائد على هذه السندات، إلا أن المصارف تستطيع أن تعوض هذا الإنخفاض في عائد السندات الحكومية، بالأرباح المتولدة من استثمار ودائع الحكومة، باعتبارها من كبار المودعين.

ومن الملاحظ على هذه الأهداف، أن هناك تعارض بين هدف الربح وهدف الوفاء بمتطلبات السيولة، إذ أن تحقق الاستغلال الأمثل للموارد المالية المتاحة للمصرف، وبما يحقق اقصى عائد ممكن له، فان ذلك يقتضي القيام باستثمار كافة الموارد المالية المتاحة بطريقة تمنع وجود أي أرصدة نقدية فائضة، غير أن قيام المصرف باستثمار موارده المتاحة على هذا النحو، سيعني عدم وجود أية اموال سائلة، وهذا الموقف قد يعرض المصرف لمخاطر الفشل في تلبية الإلتزامات المالية المترتبة عليه تجاه الغير، ومن هنا يبدو التعارض واضحا بين هذين الهدفين، مما يتطلب اجراء الموازنة الدقيقة بينهما.

الاستثمار المصرفي و القروض

يختلف الاستثمار المصرفي في الاوراق المالية عن الاقراض في جوانب معينة من اهمها ما يأتي:

(1) أن المقترض و هو الغير, هو الذي ينشأ القرض , أما في حالة الاستثمار فان المصرف هو الذي ينشيء العملية من خلال الدخول في اسواق المال لشراء الاوراق المالية.

(2) في حالة القروض يكون المصرف هو الدائن الاساسي أما في حالـة الاسـتثمار فـان المصرف يكون واحداً من عديد من الاشخاص المستثمرين.

(3) يحمل القرض معه مفهوم الاحتفاظ بشيء لمدة قصيرة نسبيا على أساس أن المبلغ سـيرد بقيمته , أما الاستثمار فان الهدف منه الحصول على تدفق سـنوي لمـدة طويلـة قبـل أن يتم استرداد الاصل.

(4) في الاقراض المصرفي علاقة شخصية بين المقـترض و المصرف أمـا في الاسـتثمار المصرفي فـلا يوجد مثل تلك العلاقة الشخصية.

معدل العائد على استثمارات المحفظة

محفظة الاستثمار المصرفي، تتكون من عدد من الاستثمارات، تتباين من حيث القيمـة ومـن حيـث معدل العائد المتولد عنها، وتتمثل قيمة الاستثمار في حجـم المـوارد الماليـة التـي وجهـت إلى ذلـك الاستثمار، أما معدل العائد، فيتمثل في ناتج قسمة صافي الربح المتولد عن الاستثمار على قيمة ذلك الاستثمار ، ويتوقف صافي الربح على حجم الاموال المستثمرة، كـما يتوقـف عـلى عـنصرين آخـرين هما: مجمل العائد المتولد، والتكاليف المصاحبة لشراء وخدمة الاستثمار، واذا ما توفرت بيانات عن قيمة كل استثمار تتضمنه المحفظة، وعن معدل العائد المتولد عـن كـل منهـا فانـه يمكـن بسـهولة حســاب معــدل العائــد عــلى الاســتثمار الكــلي في المحفظــة، فوفقــا لمــا أشــار اليــه مــاركوتز (Markwitz) يتمثل عائد المحفظـة في المتوسـط الحسـابي المـرجح بـالاوزان لمعـدل العائـد عـلى

الاستثمارات الفردية المكونة لها، حيث يقاس الـوزن بالقيمـة النسـبية للاسـتثمار، فلـو أن محفظـة مصرف ما، تتكون من عدد من الاستثمارات قـدره (n)، فانـه يمكـن حسـاب معـدل العائـد عـلى الأموال المستثمرة في تلك المحفظة باستخدام المعادلة :

$$\mathbf{RR} = \sum_{1=t}^{n} \mathbf{K_t P_t} \quad \text{.......... ....} \quad \mathbf{(1)}$$

$$\text{Or } RR = K_1\, P_1 + K_2\, P_2 + \ldots\ldots + K_n\, P_n \ldots\ldots\ldots$$

اذ أن:

RR: تمثل معدل العائد على الأموال المستثمرة في المحفظة.

K_t: تمثل وزن الاستثمار الفردي داخل المحفظة.

P_t: تمثل معدل العائد على الاستثمار الفردي.

n: تمثل عدد الاستثمارات المكونة للمحفظة.

ولبيلن كيف يمكن حساب معـدل العائـد عـلى الامـوال المسـتثمرة في المحفظـة، نـورد المثـال الاتي، نفترض ان محفظة احـد المصـارف التجاريـة تتكـون مـن اربعـة اسـتثمارات فرديـة هـي: سـندات حكومية قيمتها (160) الف دينار، ويبلغ معدل عائدها السنوي (% 9) سندات شركة الامين، تبلغ قيمتها (130) الف دينار، ويبلغ معدل العائد السـنوي عـلى الاسـتثمار فيهـا % 7 واسـهم ممتـازة لشركـة التقـى العربيـة، قيمتـه (90) ألـف دينـار بمعـدل عائـد قـدره (14%)، واخـيرا

اسهم عادية اصدرتها شركة الغدير قيمتها (30) الف دينار، بينما يبلغ معدل العائد على الاستثمار فيها (18%).

يوضح الجدول كيفية حساب معدل العائد على تلك المحفظة اذ يظهر في العمود الثاني قيمة الاستثمار، بينما يظهر في العمود الثالث وزنه

جدول رقم

معدل العائد على محفظة الاوراق المالية لاحد المصارف التجارية

الاستثمار	القيمة	الوزن النسبي K_t	معدل العائد P_t	معدل العائد على المحفظة $(P_t . K_t)$
سندات حكومية	**160000**	**0.381**	**0.09**	**0.034**
سندات شركة الاستثمار الحديثة	**130000**	**0.309**	**0.07**	**0.021**
اسهم ممتازة شركة التقى	**90000**	**0.214**	**0.14**	**0.029**
اسهم عادية شركة الغدير	**40000**	**0.095**	**0.18**	**0.017**
المجموع	**420000**	**1.00**	**0.48**	**0.101** **10.1%**

النسبي وهو يعادل قيمة الاستثمار مقسوما على القيمة الكلية للاستثمارات، أما العمود الرابع، فيوضح العائد السنوي لكل استثمار، واخيرا يمثل العمود الخامس حاصل ضرب وزن الاستثمار في معدل العائد عليه، أما مجموعه فيمثل

المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان لعائد الاستثمارات الفردية التي تتكون منها المحفظة أي عائد المحفظة.

ويشير الجدول إلى أن معدل العائد على الاستثمار في محفظة المصرف المذكور يبلغ (10.1%) وبالطبع يمكن حساب هذا المعدل بطريقة مباشرة وذلك باستخدام المعادلة (2).

$$RR = 0.09 \quad (0.380) \quad + \quad 0.07 \quad (0.309) + \quad 0.14 \quad (0.214) \quad +18 \quad (0.095)$$

$$= 0.101 = 10.1\ \%$$

ويبين التحليل السابق المعدل العائد الفعلي لمحفظة الاوراق المالية للمصرف المعني، ويمكن لإدارة هذا المصرف مقارنة هذا المعدل مع معدلات سابقة، ومع معدلات العائد المتولدة عن المحفظة المالية لمصرف آخر. أو مع متوسط معدل العائد لجميع المصارف، وتعطى مثل هذه المقارنات مؤشرا لمدى الكفاءة في تحقيق هدف الربحية.

الفصل الرابع

مخاطر الاستثمار في الاوراق المالية

مقدمة

عادة لا يحبذ المستثمرون المجازفة و التعرض للمخاطر و على هذا الاساس فهم دائما يبحثـون عـن الاستثمارات التي تحقق لهم اعلى الفوائد باقل قـدر ممكـن مـن المخـاطر, و عـلى الـرغم مـن أن الغالبية العظمى من المستثمرين تقع ضمن هـذه الفئـة , ألا أن الـبعض مـنهم يجـازف بالمخـاطر ليضاعف عوائده , و كون المستثمرين يهابون المخاطر لا يعني انهم لا يتعاملون في الاسـهم الا إذا كانت خالية من المخاطر , و بالرغم من انهم يفضلون الاسهم الاقل خطورة عنـد تسـاوي العوامـل الاخرى كالارباح مثلا ألا انهم قد يتعاملون في اسهم اكثرة خطورة إذا كانت عوائـدها اكـبر بدرجـة تعوضهم عن قلقهم بسبب تلك المخاطر.

اولا – انواع المخْاطر

بدأ مفهوم المخاطر يستحوذ على اهتمام المستثمرين في الآونة الاخيرة و ذلك على اثر تطـوير ادارة محفظة الاستثمار و قد قسم خبراء الاسـتثمار المخـاطر إلى نـوعين , مخـاطر نظاميـة و اخـرى غـير نظامية.

<u>المخاطر النظامية Systematic Risk</u>

هي التي تؤثر على عائد و ارباح جميع انواع الاسهم التي تتداول في البورصة و عادة تحدث عنـد وقوع حدث كبير تتاثر معه السوق بأكملها مثل حدوث حرب أو حوادث طبيعية... الخ , و يجـب على المستثمر أن يعرف مسبقا مدى تأثر الاسهم التي يمتلكها بهذا النوع من المخاطر و التي تتأثر بها جميع الاسهم بدرجات متفاوتة.

المخاطر غير النظامية Unsystematic Risk

و هي التي تبقى بعد طرح المخاطر النظامية من اجمالي المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها السهم في السوق و هذا النوع من المخاطر ينتج عن احداث معينة قد يؤثر على عوائد سهم محدد و يستطيع المستثمر حماية نفسه من هذه المخاطر عن طريق تنويع استثماراته و بالاضافة إلى ما سبق فان المستثمر يواجه انواعا اخرى من المخاطر اهمها ما يأتي:

مخاطر السوق Market Risk

تتأثر اسعار الاسهم بالاحداث الجارية مثل المخاطر النظامية , أي أن اسعار الاسهم في السوق تتأثر بتوقعات ألمستثمرين للمستقبل و على هذا يجب على المستثمر أن يدرس بعمق اسعار السهم في الماضي ليعرف مقدار الخطر الذي يتعرض له في اسوأ الحالات , و يمكنه حماية استثماراته من مخاطر السوق عن طريق التوقيت الصحيح لقراراته المتخذة في الاستثمار , فلا يشتري و السوق في اوج تحركه و ازدهاره بل يحاول أن يشتري و السوق يشهد بعض الركود في الاسعار , اذ أن ذلك من شأنه اعطاء المستثمر فرصة الاستفادة من تحرك الاسعار للارتفاع.

مخاطر العمل Business Risk

يقصد بمخاطر العمل عدم قدرة المنشأة على المنافسة في السوق و نمو و استقرار ارباحها في المستقبل , اذ أن انخفاض قدرة المنشأة على تحقيق الارباح يؤدي إلى هبوط اسعار اسهمها في السوق و على هذا يجب على المستثمر أن

يكون دقيقاً في اختيار الاسهم التي يشتريها ويتأكد انها اسهم من منشأة تتمتع بمقدار من النمو وتنتمي إلى صناعة أو قطاع اقتصادي متطور بالاضافة إلى التأكد من أن لمنتجات هذه المنشأة سوقا واسعة.

مخاطر اسعار الفوائد Interest Risk

توجد علاقة مباشرة بين اسعار الاسهم و اسعار الفوائد السائدة فالودائع في المصارف مثلا , هي من الوسائل البديلة للاستثمار في الاسهم , فاذا ما ارتفعت الفوائد فان اسعار الاسهم تميل الى انخفاض , لأن العديد من المستثمرين سيجدون انه من الافضل ايداع اموالهم في المصارف بفوائد عالية بدلا من تحمل الاستثمار في الاسهم.

مخاطر التضخم Inflation Risk

كما هو معلوم يؤدي التضخم الى تخفيض القوة الشرائية للنقود , فالاموال التي تستثمر اليوم لها قوة شرائية اكبر من قيمتها بعد عدد من السنوات , و قد اصبح التضخم سمة العصر , و بالتالي يجب على المستثمر ان يختار الاستثمارات التي تحميه من مخاطر التضخم , فالاستثمارات ذات الدخل الثابت عاجزة عن مقاومة التضخم , و بالتالي فأن ارتفاع الاسعار قد يفوق العوائد التي تحققها هذه الاستثمارات , و على العموم يمكن للمستثمر ان يتفادى اضرار التضخم بأن ينوع استثماراته و يتفادى الاستثمارات طويلة الاجل الا ان ذلك يتطلب دراسة كبيرة لمختلف المجالات الاستثمارية كالعقارات و الاشياء النادرة.

مخاطر الادارة Management Risk

ان التدني الاخلاقي و حتى تدني الكفاءة عند فريق الادارة قد يؤدي الى تذبذب مكاسب المساهمين لذا يصبح من الضرورة تقييم فريق الادارة و مع ان هذا التقييم يبدو صعبا و لكن ربما يؤديه بعض المستشارين بالرغم من صعوبته و ذلك ان عائد الاستثمار حساس جداً لسلوك الادارة و ينشأ عن عدم كفاءة الادارة ما يسمى بمخاطر الادارة التي تنعكس سلبيا على اسعار الاوراق المالية الصادرة من الشركة ذات الادارة السيئة.

مخاطر نوع النشاط الاقتصادي الذي يستثمر به المصرف Risk of Econmic Activity Kind in which the Bank Invest

و قد تكون المخاطر غير مرتبطة بالنشاط الاقتصادي ككل بل مرتبطة بنشاط اقتصادي معين , فقد يكون نتيجة منافسة جديدة أو نتيجة تغير اذواق المستهلكين أو نقص في الموارد المستخدمة في انتاج السلعة أو ارتفاع اسعار المواد الاولية فالصناعات التكنولوجية مثلا صناعات تتعرض لتقادم سريع , حيث تتولى الاكتشافات من الداخل و الخارج , و صناعة الاسمنت تتعرض مثلا لمخاطر قوانين تلوث البيئة و قد تكون مخاطر الصناعة مؤقتة أو دائمة.

مخاطر قانونية و سياسية Legal and Political Risks

تتعرض الاستثمارات لمخاطر نتيجة لتدخل الدولة بسن القوانين سواء في تسعير المواد الخام المباعة في السوق أو السماح باستيراد السلع من الخارج , أو تحديد الحدود الدنيا للاجور أو تحديد الاسعار القصوى لبيع المنتجات أو وضع

شروط معينة للتمويل الخارجي , أو التأميم أو المصادرة , و هذا التدخل قد يكون جزء من اصلاح اجتماعي أو قانوني أو حتى سياسي نتيجة تغيير في فلسفة الدولة و هذه السياسات قد تكون مضايقات فقط و قد تكون مدمرة. و قد تكون خسارة رغم التعويض في حالة التأميم.

ثانيا: قياس مخاطر الاستثمارات الفردية

تسعى المصارف إلى أن تجعل العائد على الاستثمار يكون مناسبا مع المخاطر التي يتعرض لها ذلك العائد، وهذا يعني أن المخاطر هي دالة للعائد، وانه لا يمكن تقدير العائد المطلوب على الاستثمار قبل تقدير أو قياس المخاطر التي يتعرض لها.

والسؤال الآن هو كيف يمكن قياس المخاطر ؟

توجد عدة مقاييس لقياس المخاطر، ومن اهم هذه المقاييس ما يأتي:

1- الانحراف المعياري (Standard Deviation)

يقدر هذا المقياس مدى انحراف القيم عن وسطها الحسابي، أي يحسب انحراف العائد على الاستثمار عن الوسط الحسابي لذلك العائد، وتوضح المعادلة رقم كيفية قياس المخاطر باستخدام هذا المقياس:

$$SD = \sqrt{\frac{\sum_{1=t}^{n}(K_t - K^\wedge)^2}{n}} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots..$$

اذ أن:

SD: تمثل الانحراف المعياري

K_t تمثل معدل العائد السنوي

$K^{\wedge}$: تمثل الوسط الحسابي للعائد

n: عدد السنوات التي تتوافر فيها بيانات عن العائد

$\sum$: تمثل علامة مجموع تغطي الفترات من t=1 حتى n

ولبيان كيف يمكن تطبيق هذا المقياس، نورد المثال الاتي:

تتكون المحفظة الاستثمارية لاحد المصارف من نوعين من السندات هما: سندات شركة الامل، خلال الخمس سنوات المنتهية في عام 2002، قد بلغ (10% , 14% , 15% , 9% , 12%) على التوالي، اما معدل العائد السنوي على سندات شركة النجاح خلال نفس الفترة، فقد بلغ (18% , 14% , 16% , 12% , 20%) على التوالي، وبناءا على تلك المعلومات يمكن ايجاد الانحراف المعياري لعائد كل استثمار وذلك في ثلاث خطوات هي:

لخطوة الأولى: ايجاد مربع انحراف القيم عن وسطها الحسابي، كما في الجدول

جدول: البيانات اللازمة لحساب الإنحراف المعياري

سندات شركة النجاح					سندات شركة الامل			
n	K_t	$(K_t - K^{\wedge})$	$K_t - K^{\wedge})^2$		n	K_t	$(K_t - K^{\wedge})$	$-K^{\wedge})^2$
1	18	2	4		1	10	-2	4
2	14	-2	4		2	14	2	4
3	16	0	0		3	15	3	9
4	12	-4	16		4	9	-3	9
5	20	4	16		5	12	0	0
5	80	0	40		5	60	0	26

الوسط الحسابي للعائد السنوي لسندات شركة الامل:

$$K^{\wedge} = \frac{\sum K_t}{n} = \frac{10+14+15+9+12}{5}$$

$$= \frac{60}{5} = 12$$

الوسط الحسابي للعائد السنوي لسندات شركة النجاح:

$$K^{\wedge} = \frac{\sum K_t}{n} = \frac{18+14+16+12+20}{5}$$

$$= \frac{80}{5} = 16$$

- الخطوة الثانية: قسمة مربع انحراف القيم عن وسطها الحسابي على عدد السـنوات التـي تتـوفر فيها بيانات عن العائد.

- الخطوة الثالثة: ايجاد الجذر التربيعي لناتج القسمة.

الانحراف المعياري لسندات شركة الامل يكون كالآتي:

$$SD = \sqrt{\frac{\sum_{1=t}^{n}(K_t - K^\wedge)^2}{n}}$$

$$= \sqrt{\frac{26}{5}} = \sqrt{5.2} = 2.28 = 2.3\%$$

والانحراف المعياري لسندات شركة النجاح يكون كالآتي:

$$SD = \sqrt{\frac{40}{5}} = \sqrt{8} = 2.82 = 2.8\%$$

وطالما ان الانحراف المعياري لسـندات شركـة الامـل اقـل مـن الانحـراف المعيـاري لسـندات شركـة النجاح، فان المخاطر المطلقة لسندات الشركـة الاولى اقـل مـن المخـاطر المطلقـة لسـندات الشركـة الثانية، وهذا يعني ان المصرف يفضل له ان يختار الاستثمار في سندات شركة الامل عـلى الاسـتثمار في سندات شركة النجاح.

2- معامل الاختلاف (Coefficient Of Variation)

يعد معامل الاختلاف مقياسا نسبيا للمخاطر، اذ يتم قياس مخاطر الاستثمار على ضوء العائد المتولد عنه، وتوضح المعادلة كيفية احتساب هذا المعامل:

$$CV = \frac{SD}{K^{\wedge}} \quad ....$$

اذ أن:

CV: تمثل معامل الاختلاف

SD: تمثل الانحراف المعياري

$K^{\wedge}$: تمثل الوسط الحسابي للعائد

تبين المعادلة أن معامل الاختلاف يحسب حجم المخاطر لكل (1%)من متوسط العائد على الاستثمار، أي انه ينسب المخاطر إلى العائد، ويمكن ايجاد معامل الاختلاف لعائد الاستثمارات الموضحة بالجدول (11) وفق الشكل الآتي:

معامل الاختلاف لسندات شركة الامل يكون الآتي:

$$\mathbf{CV = \frac{SD}{K^{\wedge}} = \frac{2.3}{12} = 0.19}$$

معامل الاختلاف لسندات شركة النجاح يكون الآتي:

$$\mathbf{CV = \frac{SD}{K^{\wedge}} = \frac{2.8}{16} = 0.17}$$

تشير النتائج الى ان استخدام مقياس معامل الاختلاف، قد اعطى نتائج مختلفة اذ يبين هذا المقياس أن عائد سندات شركة الامل، يتعرض لمخاطر اكبر من المخاطر التي يتعرض لها عائد سندات شركة النجاح، فمعامل الاختلاف لسندات شركة الامل (0.19%) بينما معامل الاختلاف لسندات شركة النجاح (17%).

ثالثا: قياس مخاطر المحفظة Risk Measurs Of Portfolio

تشير مخاطر محفظة الاوراق المالية، مدى تقلب العائد المتحقق عن مجموع الاستثمارات التي تتكون منها تلك المحفظة، ويمكن قياس مخاطر المحفظة التي تتكون من استثمارين فقط.

$$S = \sqrt{P_1^2\ K_1^2 + P_2^2\ K_2^2 + 2\ P_1 P_2 K_1 K_2 r_{12}} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots$$

اذ أن:

S: تمثل الانحراف المعياري

Kt: تمثل الوزن النسبي للاستثمار الفردي

P_t: تمثل معدل العائد على الاستثمار الفردي

r_{12} تمثل معامل الارتباط بين الاستثمار رقم والاستثمار رقم

وكما هو واضح من المعادلة (10) فان المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة تتوقف على مخاطر الاستثمارات الفردية، واوزان تلك الاستثمارات وهو ما يعكسه الجزء الأول والثاني من المعادلة ، كما تتوقف ايضا على درجة الارتباط بين عائد تلك الاستثمارات وهو ما يعكسه الجزء الثالث منها.

بمعنى يتطلب حساب الانحراف المعياري لعائد محفظة المصرف   (أي المخاطر التي تنطوي عليها المحفظة) معرفة كل من الانحراف المعياري لعائد الاستثمارات الفردية، وزن كل استثمار داخل المحفظة ومعامل الارتباط بين عائد تلك الاستثمارات، وقد تم بيان كيف يمكن حساب كل من وزن الاستثمار والانحراف المعياري وما تبقى هو توضيح كيفية ايجاد معامل الارتباط بين الاستثمارات المكونة للمحفظة.

على افتراض ان محفظة المصرف تتكون من استثمارين فقط، فانه يمكن حساب معامل الارتباط بين عائد هذين الاستثمارين وذلك باستخدام المعادلة .

$$r = \frac{\sum X_i y_i - \frac{(\sum X_i)(\sum y_i)}{n}}{\sqrt{(\sum X_i^2 - \frac{(\sum X_i)^2}{n})(\sum y_i^2 - \frac{(\sum y_i)^2}{n})}} \quad ....$$

اذ أن:

r: معامل الارتباط بين عائد تلك الاستثمارات

X: معدل العائد لأحد الاستثمارين

y: معدل العائد للاستثمار الآخر

n: عدد السنوات التي يتوفر فيها بيانات عن عائد الاستثمارات المذكورة

فاذا تم الافتراض أن (X) تمثل معدل العائد على سندات شركة الامل التي تظهر في الجدول الآتي، و (y) تمثل معدل العائد على سندات شركة النجاح، التي تظهر في نفس الجدول، فانه يمكن اعداد جدول (13) لحساب المتغيرات التي تتكون منها المعادلة وعلى ضوء بيانات ذلك الجدول يمكن حساب معامل الارتباط بين عائد هذين النوعين من السندات، وذلك على النحو التالي: جدول (10)

لمتغيرات اللازمة لحساب معامل الارتباط

السنة	X %	Y %	X2	Y2	Yx
1998	10	18	100	324	180
1999	14	14	196	196	196
2000	15	16	225	256	1840

2001	9	12	81	144	108
2002	12	20	144	400	240
المجموع	60	80	746	1320	2564

$$r = \frac{2564 - \frac{(60)(80)}{5}}{\sqrt{(746 - \frac{(60)^2}{5})(1320 - \frac{(80)^2}{5})}}$$

$$r = \frac{2564 - \frac{4800}{5}}{\sqrt{(746 - \frac{3600}{5})(1320 - \frac{6400}{5})}}$$

$$r = \frac{2564 - 960}{\sqrt{(746 - 720)(1320 - 1280)}}$$

$$r = \frac{1064}{\sqrt{(26)(40)}} = \frac{1064}{\sqrt{1040}}$$

$$r = \frac{1064}{32.24} = 49.75 = 50\%$$

من خلال النتيجة الاخيرة يتبين ان معامل الارتباط بين عائد سندات الشركة الامل و بين عائد سندات شركة النجاح يبلغ (49.75) وهو ارتباط موجب و لكنه غير قوي وعند توفر هذا المعامل وكذلك الانحراف المعياري والوزن النسبي

لكل مـن الاسـتثمارين، فانـه يمكـن حسـاب الانحـراف المعيـاري لعائـد تلـك المحفظـة، وبالنسـبة للانحراف النعياري، فقد تم حسابه سابقا وبلغ مقـداره (0.19) بالنسـبة لسـندات شركـة الامـل، و (0.17) بالنسبة لسندات شركة النجاح، اما بالنسبة للوزن النسبي لكلا الاستثمارين، فسوف نفترض ان الاستثمار الكـلي في المحفظـة يسـاوي (320)الـف دينـار , منهـا (90) الـف دينـار مسـتثمرة في سندات شركة الامل , و (130) الف دينار مستثمرة في سندات شركة النجاح و هذا يعني ان الـوزن النسبي لسندات شركة الامل يساوي (0.28 = 320/ 90), اما الوزن النسبي لسندات شركة النجـاح فيساوي (0.4 =130/320) و بتوافر تلك المعلومات يمكن حساب المخاطر التـي يتعـرض لهـا عائـد المحفظة التي تتكون من هذين الاستثماريين وكما ياتي:-

$$S = \sqrt{P_1^2 K_1^2 + P_2^2 K_2^2 + 2P_1P_2K_1K_2r_{12}} \qquad .....(1)$$

$$S = \sqrt{(0.28)^2(0.19)^2 + (0.41)^2(0.17)^2 + 2(0.28)(0.41)(0.19)(0.17)(0.50)}$$

$$S = \sqrt{(0.078)(0.036) + (0.168)(0.028) + 0.004}$$

$$S = \sqrt{0.002 + 0.004 + 0.004}$$

$$S = \sqrt{0.01} = 0.1$$

ويتضـح مـن النتيجـة الاخـيرة ان الانحـراف المعيـاري لعائـد المحفظـة(المخـاطر التـــي تتعـــرض لهـــا المحفظـــة) التـــي تتكـــون مـــن الاســـتثمارات المشـــار

اليهما يقل عن الانحراف المعياري لأي من هذين الاستثماريين مما يمكن معه الادعاء بان تشكيلة الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة يحتمل ان تسهم في السيطرة على المخاطر التي تتعرض لهـا الاستثمارات الفردية المكونة لها.

الفصل الخامس

دراسة الجدوى للمشاريع الإستثمارية ومحافظها المتنوعة

1. مفاهيم أساسية حول طبيعة الاستثمار

تحظى عملية الاستثمار من بين العديد من الفعاليات الاقتصادية بأهمية كبيرة كون الاستثمار يمثل العنصر الحيوي والفعال لتحقيق عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية، إذا أخذنا بعين الاعتبار أن أي زيادة أولية في الاستثمار سوف تؤدي إلى زيادات في الدخل من خلال مضاعف الاستثمار. كما أن أي زيادة في الدخل لابد أن يذهب جزء منها لزيادة الاستثمار من خلال ما يسمى بالمعجل (المسارع). ومن ناحية أخرى يمكن القول أن كل عملية استثمار لابد أن يرافقها مستوى معين من المخاطرة، ولا بد أيضا أن تحقق مستوى معين من العائد.

أولا: مفهوم الاستثمار:

يرى البعض أن الاستثمار يعني **" التضحية بمنفعة حالية يمكن تحقيقها من إشباع استهلاكي حالي من اجل الحصول على منفعة مستقبلية يمكن الحصول عليها من استهلاك مستقبلي اكبر"**. والبعض الأخر يعرف الاستثمار **بأنه "التخلي عن استخدام أموال حالية ولفترة زمنية معينة من اجل الحصول على مزيد من التدفقات النقدية في المستقبل تكون بمثابة تعويض عن الفرصة الضائعة للأموال المستثمرة، وكذلك تعويض عن الانخفاض المتوقع في القوة الشرائية للأموال المستثمرة بسبب التضخم مع إمكانية الحصول على عائد معقول مقابل تحمل عنصر المخاطرة**. وعلى هذا الأساس

يمكن القول أن الاستثمار يختلف عن الادخار الذي يعني " **الامتناع عن جزء من الاستهلاك الحالي من اجل الحصول على مزيد من الاستهلاك في المستقبل** "، ويختلف الادخار عن الاستثمار بأن الادخار لا يحتمل أي درجة من المخاطرة.

ثانياً: أهمية الاستثمار:

يمكن تلخيص أهمية الاستثمار بالنقاط التالية:

- زيادة الدخل القومي
- خلق فرص عمل.
- دعم عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية.
- زيادة الإنتاج ودعم الميزان التجاري وميزان المدفوعات.

وقد أولت الدول المتقدمة اهتمام كبير للاستثمار من خلال قيامها بإصدار القوانين والتشريعات المشجعة للاستثمار واللازمة لانتقال رؤوس الأموال. أما في الدول النامية فلم يعطَ هذا الموضوع الاهتمام الكافي على الرغم من ندرة رأس المال في هذه الدول. وتعود هذه الندرة في رأس المال للأسباب التالية:

- انخفاض معدلات نموالدخل القومي.
- ارتفاع معدلات الاستهلاك.
- ارتفاع معدلات النمو السكاني.

- عدم توفر البيئة والمناخ الملائم للاستثمار.
- ضعف الوعي الادخاري والاستثماري.
- الاستخدام الغير العقلاني لرأس المال المتاح.

ثالثاً: أهداف الاستثمار:

قد تكون هذه الأهداف من اجل النفع العام (كالمشروعات العامة التي تقوم بها الدولة) أومن اجل تحقيق العائد اوالربح كالمشروعات الخاصة، ومن الأهداف ايضاً:

- تحقيق عائد مناسب يساعد على استمرارية المشروع.
- المحافظة على قيمة الأصول الحقيقية.
- استمرارية الحصول على الدخل والعمل على زيادته.
- ضمان السيولة اللازمة.

رابعاً: أنواع الاستثمار:

- **الاستثمار الحقيقي والاستثمار المالي**: الاستثمار الحقيقي هوالاستثمار في الأصول الحقيقية (المفهوم الاقتصادي)، أما الاستثمار المالي فهوالذي يتعلق بالاستثمار في الأوراق المالية كالأسهم والسندات وشهادات الإيداع وغيرها.

- **الاستثمار طويل الأجل والاستثمار قصير الأجل**: الاستثمار طويل الأجل هوالـذي يأخـذ شـكل الأسهم والسـندات ويطلـق عليـه الاسـتثمار الرأسـمالي. أمـا الاسـتثمار قصـير الأجـل فيتمثـل بالاستثمار في الأوراق المالية التي تأخذ شـكل اذونـات الخزينـة والقبـولات البنكيـة أوبشـكل شهادات الإيداع ويطلق عليه الاستثمار النقدي.

- **الاستثمار المستقل والاستثمار المحفز**: الاستثمار المستقل هوالأساس في زيادة الـدخل والنـاتج القومي من قبـل قطـاع الأعـمال أوالحكومـة أومـن اسـتثمار أجنبـي. أمـا الاسـتثمار المحفـز فهوالذي يأتي نتيجة لزيادة الدخل (العلاقة بينهما طردية).

- **الاسـتثمار المـادي والاسـتثمار الـبشري**: الاسـتثمار المـادي هوالـذي يمثـل الشـكل التقليـدي للاستثمار أي الاستثمار الحقيقي، أما الاستثمار البشري فيتمثل بالاهتمام بالعنصر البشري مـن خلال التعليم والتندريب.

- **الاستثمار في مجالات البحث والتطوير**: يحتل هذا النوع من الاستثمار أهمية خاصة في الدول المتقدمة حيث تخصص لـه هـذه الـدول مبـالغ طائلـة لانـه يسـاعد عـلى زيادة القدرة التنافسية لمنتجاتها في السوق العالمية وأيضا إيجـاد طـرق جديـدة في الإنتاج.

طبيعة العلاقة بين العائد ودرجة المخاطرة:

عائد الاستثمار هو"**العائد الذي يحصل عليـه صـاحب رأس المـال مقابـل تخليـه عـن الاسـتمتاع بمالـه للغـير ولفـترة زمنيـة معينـة**"، أويمكـن أن يعـرف عـلى انـه "

ثمن لتحمل عنصر المخاطرة اوعدم التأكد"، وكلما كان طموح المستثمر بالحصول على عائد اكبر كانت درجة المخاطرة اكبر فالعلاقة طردية. وهناك علاقة أيضا بين طول فترة الاستثمار ودرجة المخاطرة، أي كلما زادت الفترة لاسترجاع رأس المال المستثمر زادت درجة المخاطرة. والمخاطرة تظهر نتيجةلظروف عدم التأكد المحيطة باحتمالات تحقيق أم عدم تحقيق العائد المتوقع. والعلاقة بين العائد ودرجة المخاطرة تكون متباينة بحسب طبيعة وحجم الاستثمار. وهناك ثلاث فئات من الأفراد صنفوا بحسب تقبلهم لدرجة المخاطرة وه:

- **فئة متجنبي المخاطرة**: درجة استعدادها لتحمل المخاطرة ضعيفة وعادة ما تكون هذه الفئة من المستثمرين الجدد.
- **فئة الباحثين عن المخاطرة**: وتكون على استعداد تام لتحمل المخاطرة وعادة ما تكون هذه الفئة من المستثمرين القدامى.
- **فئة المستثمرين المحايدين**: وتمثل الحالة الوسط بين الحالتين السابقتين.

خامساً: المقومات الأساسية للقرار الاستثماري:

الاستراتيجية الملائمة للاستثمار: وتختلف هذه الاستراتيجية باختلاف أولويات المستثمرين والتي تتأثر بعدة عوامل: **الربحية، السيولة، الأمان**. والربحية تتمثل بمعدل العائد، أما السيولة والأمان فيتوقفان على مدى تحمل المستثمر لعنصر المخاطرة.

أنواع المستثمرين:

- **المستثمر المتحفظ**: وهوالذي يعطي عنصر **الأمان** الأولوية.
- **المستثمر المضارب**: وهوالذي يعطي عنصر **الربحية** الأولوية.
- **المستثمر المتوازن**: وهذا النوع يمثل النمط الأكثر عقلانية **والذي يوازن بين العائد والمخاطرة**.

سادساً: الأسس والمبادئ العلمية في اتخاذ القرارات الاستثمارية:

عند اتخاذ قرار استثماري لا بد من أخذ عاملين بعين الاعتبار:

العامل الأول: أن يعتمد اتخاذ القرار الاستثماري على أسس علمية. ولتحقيق ذلك لابـد مـن اتخـاذ الخطوات التالية:

- تحديد الهدف الأساسي للاستثمار.
- تجميع المعلومات اللازمة لاتخاذ القرار.
- تقييم العوائد المتوقعة للفرص الاستثمارية المقترحة.
- اختيار البديل أوالفرصة الاستثمارية المناسبة للأهداف المحددة.

العامل الثاني: يجب على متخذ القرارات أن يراعي بعض المبادئ عند اتخاذ القرار منها:

- مبدأ تعدد الخيارات أوالفرص الاستثمارية.

- مبدأ الخبرة والتأهيل.
- مبدأ الملائمة (أي اختيار المجال الاستثماري المناسب).
- مبدأ التنوع اوتوزيع المخاطر الاستثمارية.

سابعاً: محددات الاستثمار:

- سعر الفائدة (علاقة عكسية طبقاً للمفهوم الاقتصادي للاستمار).
- الكفاية الحدية لرأس المال (الإنتاجية الحدية لرأس المال المستثمر اوالعائد على رأس المال المستثمر).
- التقدم العلمي والتكنولوجي.
- درجة المخاطرة.
- مدى توفر الاستقرار الاقتصادي والسياسي والمناخ الاستثماري.
- عوامل أخرى: مثل توفر الوعي الادخاري والاستثماري وكذلك مدى توفر السوق المالية الفعالة.

2. طبيعة وأهمية دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية:

حظي موضوع دراسات الجدوى الاقتصادية بالاهتمام الكبير في تحقيق الاستخدام والتوزيع الأمثل للموارد الاقتصادية المتاحة، فهناك علاقة وثيقة بين دراسات الجدوى الاقتصادية وطبيعة القرارات الاستثمارية، فكلما اعتمد القرار

على دراسات شاملة ودقيقة وموضوعية وعلمية، كلما كانت القرارات أكثر نجاحاً وأماناً في تحقيـق الأهداف.

أولاً: مفهوم دراسات الجدوى الاقتصادية:

هي عبارة عن دراسات علميّة شاملة لكافة جوانب المشروع أوالمشروعات المقترحة، والتي قـد تكون إمّا بشكل دراسات أوليّة تفصيلية، والتي من خلالها يمكـن التوصّـل إلى اختيـار بـديل أوفرصة استثمارية من بـين عـدة بـدائل أوفـرص اسـتثمارية مقترحـة. ولابـدّ أن تتصـف تلـك الدراسات بالدقّة والموضـوعيّة والشـمولية؛ فهـي مجموعـة مـن الدراسـات المتخصصـة التـي تجرى للتأكد من أن مخرجات المشروع (منافع، ايرادات) أكبر من مدخلاته (تكـاليف) أوعـلى الأقل مساوية لها.

ثانياً: أهمية دراسات الجدوى الاقتصادية:

تكمن أهمية دراسة الجدوى في أنها الوسيلة التي من خلالها يمكن الاجابة على الأسئلة التالية:

- ما هو أفضل مشروع يمكن القيام به؟
- لماذا يتم القيام بهذا المشروع دون غيره؟
- أين يتم اقامة المشروع؟
- ما هو أفضل وقت لإقامة المشروع وطرح منتجاته؟

- من هي الفئة المستهدفة في المشروع؟
- كيف سيتم اقامة المشروع؟
- ما مدى حاجة المشروع من عمال وآلات...؟
- كم سيكلف المشروع؟
- هل سيحقق أرباح أم لا؟
- ما هي مصادر تمويل المشروع؟
- كيف أختار مشروع من مجموعة مشاريع بديلة؟
- كيف أثبت ان المشروع مجدي اقتصادياً؟

لماذا نقوم بإعداد دراسات الجدوى الاقتصادية؟

- تقلل من احتمالية فشل المشروع وتقلل من هدر رأس المال.
- تساعد في المفاضلة بين المشاريع المتاحة.
- تحقق الاستغلال الأمثل للموارد الاقتصاديّة المتاحة.
- تدعم عمليّة التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

ثالثاً: أنواع دراسات الجدوى الاقتصادية:

اولاً: دراسات الجدوى الأوليّة.

ثانياً: دراسات الجدوى التفصيليّة.

دراسات الجدوى الأوليّة

وهي عبارة عن دراسة أوتقرير أوّلي يمثّل الخطوط العامة عن كافة جوانب المشروع أوالمشروعات المقترحة، والتي يمكن من خلالها التوصّل إلى اتخاذ قرار إما بالتخلي عن المشروع أوالانتقال إلى دراسة أكثر تفصيلاً. ونتيجة لهذه الدراسة يتم التخلي عن المشروع أوالانتقال إلى **الدراسة التفصيلية**.

من المسائل التي تعالجها دراسات الجدوى الأوليّة ما يلي:

- دراسة أولية عن الطلب المحلي والأجنبي المتوقع على منتجات المشروع، ومدى حاجة السوق لها.
- دراسة أولية عن التكاليف الاجمالية للمشروع سواء كانت تكاليف رأسمالية أوتشغيلية.
- دراسة أولية عن مدى جدوى المشروع فنّياًً، بتحديد احتياجات المشروع من العمال والمواد الأولية.
- دراسة أولية عن المواقع البديلة للمشروع المقترح، واختيار أفضلها.

- مدى تأثير المشروع على المستوى القومي، وعلى عمليّة التنمية الاقتصادية.

- دراسة أولية عن مصادر تمويل المشروع سواء كان التمويل ذاتي أومن مصادر أخرى.

- دراسة أولية عن العوائد المتوقعة (الايرادات) للمشروع المقترح.

- بيان مدى توافق المشروع مع العادات والتقاليد والقوانين السائدة في المجتمع.

دراسات الجدوى التفصيليّة:

عبارة عن دراسات لاحقة لدراسات الجدوى الأولية، ولكنها أكثر تفصيلاً ودقة وشمولية منها، وهي بمثابة تقرير مفصّل يشمل كافة جوانب المشروع المقترح، والتي على أساسها تستطيع الادارة العليا أن تتخذ قرارها، إما بالتخلي عن المشروع نهائياً أوالانتقال إلى مرحلة التنفيذ. وتعتبر دراسات الجدوى الأولية والتفصيلية متكاملة ومتتالية، ولا يمكن الاكتفاء بدراسة واحدة لكي تكون بديلة عن الدراسة الأخرى أي ليست معوّضة، ونتيجة لهذه الدراسة يتم إما التخلي عن المشروع أوالبدء بعملية التنفيذ.

مكونات دراسة الجدوى التفصيلية:

1. الدراسة السوقية.
2. الدراسة الفنية.

3. الدراسة التمويلية.
4. الدراسة المالية.
5. الدراسة البيئية.
6. المفاضلة بين المشروعات واختيار المشروع الأفضل (اتخاذ القرار).

تجدر الإشارة إلى أن جميع الدراسات السابقة هي دراسات **مكملة** لبعضها البعض وليست **بديلة**.

1. الدراسة السوقية:

وتتمثل بما يلي:

- دراسة العوامل المحددة للطلب على منتجات المشروع المقترح.
- تقدير الطلب الحالي والمتوقع لمنتجات المشروع.
- تقدير حجم السوق من خلال تقدير حجم الطلب.
- تقدير الحصة المتوقعة لمنتجات المشروع من السوق المحلية.
- دراسة الآثار الناجمة عن انتاج السلع المكملة والبديلة للسلع المنتجة.

من خلال الدراسة السوقية يتم **تقدير الايرادات الكلية** المتوقعة للمشروع.

2. الدراسة الفنيّة:

هي تلك الدراسة التي تنحصر مهمتها في دراسة كافة الجوانب الفنية المتعلقة بالمشروع المقترح، والتي يمكن الاعتماد عليها في التوصل إلى قرار استثماري إما بالتخلي عن المشروع أوالتحول إلى مرحلة التنفيذ.

تكمن أهمية دراسات الجدوى الفنية للمشروعات فيما يلي:

- اختيار البدائل الفنية المختلفة التي يحتاجها المشروع، وفحص الآثار المتوقعة لتلك البدائل.
- الحكم على مدى توفر المستلزمات الفنية لنجاح المشروع.

إن عدم دقة وكفاءة الدراسة الفنية يترتب عليه مشاكل ومخاطر مالية أوانتاجية أوتسويقية، والتي قد تؤدي إلى فشل المشروع.

ومن المسائل التي تعالجها دراسات الجدوى الفنيّة ما يلي:

- **اختيار الحجم المناسب للمشروع:** وذلك للوصول إلى الحجم الأمثل الذي يتناسب مع الامكانيات المتاحة المادية أو المالية أوالفنيّة، مع الأخذ بعين الاعتبار الدور الرئيسي لموقع المشروع الذي يحدد حجم المشروع وطاقته الانتاجية والتكاليف المترتبة عليه والعوائد المتوقعه منه.

- **موقـع المشروع:** ويعتـبر مـن المسـائل المهمـة التـي تسـاعد في نجـاح المشروع أوفشـله. واختيار الموقع الملائم للمشروع يتأثر بمجموعة من العوامل منها:

- **كلفة النقل**: تعتبر من العوامل الأساسية المحددة للموقع الأمثل، التي تتمثل بكلفة نقـل المواد الأولية ومستلزمات الانتاج من السوق إلى المشروع، أوكلفـة نقـل السـلع الجـاهزة من المشروع إلى السوق، والموقع الأمثل هوالذي يحقق أقل كلفة نقل ممكنة.

- **مدى القرب أوالبعد من السوق:** يعتمد هذا العامل على نوع وطبيعة الصناعة والمـادة الخام المستخدمة في المشروع.

- **المادة الخام:** يتم تحديد موقع المشروع حسب طبيعـة المـادة الخـام وهـل هـي فاقـدة للوزن عند تصنيعها، وما مقدار نسبة الفاقد، وحجم المادة الخام ووزنها وكلفتهـا وكلفـة النقل.

- **الطاقة:** يختلف حجم الطاقة المستخدمة من صناعة لأخرى، حسب توفر الطاقة أوعـدم توفرها وكلفتهـا نسـبة إلى التكـاليف الاجماليـة للإنتـاج. لـذلك فهـويعتبر مـن العوامـل المحددة لموقع المشروع.

- **القوى العاملة:** يعتمد تـوفر القـوى العاملـة الرخيصـة أوذات الخـبرات والمهـارات عـلى موقــع المشروع، ومــدى احتياجــات المشروع مــن القــوى العاملــة ومــن مختلــف الاختصاصات.

- **درجة التوطن**: أي مدى تمركز الصناعة في المنطقة المراد إقامة المشروع فيها، وهل تعتبر منطقة جذب أم منطقة طرد، منطقة مشجعة لإقامة المشروع أم لا، ويمكن قياس درجة التوطن الصناعي في منطقة ما، وذلك بالاعتماد على الصيغة التالية:

معامل التوطن الصناعي في منطقة ما =

مجموع القوى العاملة في صناعة معيّنة في المنطقة ÷ مجموع القوى العاملة في إجمالي الصناعة في المنطقة

مجموع القوى العاملة في الصناعة المعينة في البلد ÷ مجموع القوى العاملة في إجمالي الصناعة في البلد

- إذا كان معامل التوطن > 1 تعتبر منطقة جذب ومشجعة لإقامة المشروع فيها.
- إذا كان معامل التوطن < 1 تعتبر منطقة طرد وغير مشجعة لإقامة المشروع فيها.

- **التشابك الصناعي:** أي مدى العلاقات الترابطيّة بين المشروع المقترح والمشروعات القائمة، والتي من المحتمل أن يعتمد عليها في الحصول على المواد الأوليّة والخامات، أوتعتمد عليه في تزويدها بما ينتجه من سلع نصف مصنّعة. وهذه العلاقات التكاملية والترابطات الأمامية والخلفية، تشجع على إقامة المشروع من عدمه.

- **توفر أو عدم توفر البنى التحتية:** إن توفر البنى التحتية في المنطقة المراد اقامة المشروع فيها والمتمثلة بشبكات الماء، الكهرباء، الهاتف، الصرف الصحي وغيرها من العوامل التي تشجع على اقامة المشروع من عدمه.

تقدير كلفة المباني والأراضي اللازمة للـمشروع: وهـي دراسـة حـول كلفـة المبـاني والأراضي اللازمة لإقامة المشروع، وذلك حسب أسعارها ومساحتها.

- **تحديد نوع الانتاج والعمليـات الانتاجيـة:** بتحديـد الطريقـة التـي يعتمـدها المُنـتج في عملية الانتاج، فهناك ثلاثة أنواع من طرق الانتاج هي:

- **الانتاج المستمر:** في حالة وجود طلب مستمر على الانتاج وطيلة أيام السنة،

- **الانتـاج حسـب الطلـب:** وذلـك حسـب حجـم الطلـب عـلى كـل صـنف يقـوم المصـنع بإنتاجه.

- **الانتاج المتغير:** حيث تقوم الادارة أوالمُنتج بإنتاج كميـة معينـة مـن صـنف معـين لفـترة زمنية معينة، بعدها يقوم بإجراء تغيير للمعـدات والمكـائن لإنتـاج صـنف آخـر ولفـترة زمنية معينة.

- **اختيار الفن الإنتـاجي الملائـم:** فهنـاك عـدة أسـاليب انتاجيـة لإنتـاج منـتج معـين، وأن لكـل أسـلوب تكاليفـه ومتطلبـات لتشـغيله، وأن لكـل صـناعة

أسلوبها الانتاجي الملائم. ولا ننسى التكنولوجيا الموجودة في السوق العالمية التي تتلاءم مع الظروف المتاحة.

- **التخطيط الداخلي للمشروع:** ويعتمد على المساحة الكلية والمساحة اللازمة للخط الانتاجي والمعدات المستخدمة في عملية الإنتاج، ومساحة الأقسام المختلفة التي يحتاجها المشروع.

- **تقدير احتياجات المشروع من المواد الخام والمواد الأولية:** وهنا يتم تحديد كمية ونوعية وتكاليف المواد المباشرة وغير المباشرة ومدى حاجة المشروع لها.

- **تقدير احتياجات المشروع من القوى العاملة:** فتختلف تلك الاحتياجات للقوى العاملة باختلاف مراحل اقامة المشروع، ويتم تقدير الاحتياجات الفعلية من القوى العاملة ومن مختلف الاختصاصات، ويمكن التوصل إلى ذلك من خلال ما يسمى بتوصيف العمل؛ أي تحديد مواصفات الوظيفة أولاً ثم يتم اختيار الشخص المناسب الذي تتوفر فيه المواصفات المطلوبة للوظيفة.

- **تحديد الفترة اللازمة لتنفيذ المشروع.**

ومن هنا يتم تحديد التكاليف الرأسمالية والتشغيلية الكلية للمشروع

3. أساليب المفاضلة بين المشروعات:

برزت أهمية المفاضلة بين المشروعات الاستثمارية كونها تمثل الوسيلة التي يمكن من خلالها اختيار الفرصة أوالبديل المناسب الذي يضمن تحقيق الأهداف المحددة.

أولا: أهمية المفاضلة بين المشروعات:

إن عملية المفاضلة بين المشروعات الاستثمارية يمكن أن تكون بمثابة وسيلة تساعد في تحقيق الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة من جهة، كما تساعد على توجيه تلك الموارد إلى استخدام دون آخر من جهة أخرى. تعود أهمية المفاضلة إلى عاملين هما:

- ندرة الموارد الاقتصادية: وذلك من أجل تلافي الهدر في تلك الموارد واستخدامها بشكل عقلاني وسليم.

- التقدم التكنولوجي: التطورات التكنولوجية السريعة التي شملت كافة جوانب الاستثمار والإنتاج وأعطت فرص وخيارات عديدة، فما على المستثمر أوالمنتج إلا أن يختار البديل الأفضل.

ثانياَ: مراحل المفاضلة بين المشروعات:

الهدف منها تسلسل وتتابع العمليات حيث تعتمد كل مرحلة على نتائج المراحل السابقة.

1. مرحلة البحث والإعداد:

وتتضمن صياغة الأفكار الأولية عن المشروعات وأهـدافها والإمكانيـات المتاحـة بهـدف المفاضـلة بينها واختيار البديل الأفضل. ويشترط في هذه المرحلة أن تكون الأفكـار التـي تمـت بلورتهـا حـول المشروعات قابلة التنفيذ من حيث المبدأ مع استبعاد المشروعات أوالأفكار الغير قابلة للتنفيذ مـن البداية (في الدراسة الأولية).

2. مرحلة إعداد المشروعات:

وتتضمن دراسة لكافة جوانـب المشروع أوالمشروعـات، وصـولا إلى مرحلـة وضـع الأسـس العمليـة والعلمية لمرحلة التنفيذ حيث تـتم دراسـة المسـائل والاحتياجـات الفنيـة للمشروعـات المقترحـة، كتحديد الحجم المناسب والموقع المناسب والتخطيط الداخلي للمشروع وتحديد الأسـاليب التقنيـة الملائمة وتحديد الطلب المتوقع والعوامل المؤثرة فيه. وكما تتضمن هذه المرحلة دراسـة الجوانـب المالية للمشروع المقترح وتحديد رأس المال اللازم والتكاليف والإيرادات المتوقعة.

3. مرحلة المفاضلة بين المشروعات:

ويتم من خلالها اختيار البديل الأفضل الذي يحقق الأهداف المحددة.

ثالثاً: أنواع المفاضلة بين المشروعات:

من أجل أن تكون المفاضلة اقتصادية كأساس يعتمد علية في الوصول إلى قرار سليم، لا بد أن تكون عملية شاملة ودقيقة. ونظرا لتعدد الأهداف لكل من المشروعات المقترحة من جهة وتعدد التفصيلات التي يتضمنها كل مشروع والتي لابد من أخذها بنظر الاعتبار من جهة أخرى لا بد من تعدد أساليب المفاضلة بين المشروعات.

رابعاً: أساليب المفاضلة بين المشروعات الاستثمارية:

1. الأساليب الاقتصادية: وتختلف باختلاف الهدف من المشروع سواء إذا كان المشروع عام أوخاص من حيث:

أهمية المشروعات بالنسبة للاقتصاد القومي: وقد تتم المفاضلة بين المشروعات العامة بحسب أهمية كل من المشروعات المقترحة بالنسبة للاقتصاد القومي. ويمكن التمييز بين المشروعات العامة وحسب أهميتها للاقتصاد القومي من خلال الامور التالية:

- **أهمية المشروع في عملية التنمية الاقتصادية:** وتختلف أهمية المشروع في عملية التنمية باختلاف أهداف وأحجام تلك المشروعات. المشروعات الصناعية تخدم التنمية أكثر من المشروعات الزراعية وذلك نظرا لما يتميز به المشروع الصناعي من قدرة على زيادة في الدخل القومي وعلى توفير فرص العمل.

- **أهمية المشروع بالنسبة للأمن القومي**: في بعض الأحيان والظروف قد يتم تجاوز المعايير الاقتصادية والفنية أوالمعايير الربحية للمفاضلة بين المشروعات ويتم إعطاء أولوية للجانب الأمني مثلا أقامة مشروع زراعي وتخصيصه لإنتاج القمح بدلا من الفواكه لأن القمح يعتبر من المحاصيل الزراعية الإستراتيجية التي تمثل جزءا من الأمن القومي.

- **أهمية المشروع للقوى العاملة:** ومن المسائل الأخرى التي يمكن أخذها بعين الاعتبار عند المفاضلة بين المشروعات العامة هوتحديد مدى أثر المشروع على القوة العاملة ليس فقط على المشروع نفسه بل قد تمتد إلى مشروعات أخرى قد ترتبط به أماميا أوخلفيا.

- **أهمية المشروع في ميزان المدفوعات**: وذلك من خلال بيان تأثيره على الحساب الجاري أوميزان الخدمات.

2. الأساليب الفنية:دراسة كافة جوانب المشروع الفنية والتي تشمل حجم المشروع المناسب، اختيار المستوى المناسب من التكنولوجيا، واختيار القوى العاملة (انظر اهم المسائل التي تعالجها الدراسة الفنية).

3. الأساليب المالية: إضافة إلى المفاضلة الاقتصادية والفنية بين المشروعات فانه لابد من إعطاء أهمية إلى المفاضلة المالية. وهذا النوع من المفاضلة يتعلق باحتساب التكاليف والإيرادات والأرباح والعوائد الصافية لأموال المستثمرة، فترة الاسترداد، معدل العائد على الاستثمار، صافي القيمة الحالية...الخ.

4. طبيعة وأهمية عملية تقييم المشروعات

يعتبر موضوع تقييم المشروعات من المواضيع الاقتصادية الحديثة، وقد حظي هذا الموضوع باهتمام كبير في البلدان المتقدمة لاهتمامها بأهمية تحقيق الاستخدام الأمثل للموارد الاقتصادية المتاحة والنادرة. أما بالنسبة للدول النامية فقد اهتمت أيضا بهذا الموضوع اهتماما أكثر لما له علاقة وثيقة بتحقيق عملية التنمية الاقتصادية من جهة وفي تحقيق الاستخدام والتوزيع الأمثل للموارد المتاحة.

أولا: مفهوم عملية تقييم المشروعات

عبارة عن عملية وضع المعايير اللازمة التي يمكن من خلالها التوصل إلى اختيار البديل أوالمشروع المناسب من بين عدة بدائل مقترحة، الذي يضمن تحقيق الأهداف المحددة واستنادا إلى أسس علمية.

تتمثل المفاضلة بين المشروعات بما يلي:

- المفاضلة بين توسيع المشروعات القائمة أوإقامة مشروعات جديدة.
- المفاضلة بين إنتاج أنواع معينة من السلع.
- المفاضلة بين أساليب الإنتاج وصولا لاختيار الأسلوب المناسب.
- المفاضلة بين المشروعات استنادا إلى الأهداف المحددة لكل مشروع.

- المفاضلة بين المواقع البديلة للمشروع المقترح.
- المفاضلة بين الأحجام المختلفة للمشروع المقترح.
- المفاضلة بين البدائل التكنولوجية.

ثانيا: أهمية تقييم المشروعات

ان أهمية تقييم المشروعات يمكن أن تعود إلى عاملين أساسيين هما:

1. العامل الأول: ندرة الموارد الاقتصادية خاصة رأس المال نتيجة لتعدد المجالات والنشاطات التي يمكن أن يستخدم فيها 2. العامل الثاني: التقدم العلمي والتكنولوجي والذي وفر العديد من البدائل سواء في مجال وسائل الإنتاج أوبدائل الإنتاج أوطرق الإنتاج، إضافة إلى سرعة تنأقل المعلومات من خلال ثورة الاتصالات والمعلومات.

ثالثا: أهداف عملية تقييم المشروعات

- تحقيق الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة، ومن أجل تحقيق ذلك لا بد وأن تضمن عملية تقييم المشروعات العلاقات الترابطية بين المشروع المقترح والمشروعات القائمة
- تساعد في التخفيف من درجة المخاطرة للأموال المستثمرة.
- تساعد في توجيه المال المراد استثماره إلى ذلك المجال الذي يضمن تحقيق الأهداف المحددة.

رابعا: أسس ومبادئ عملية تقييم المشروعات

- تقوم عملية تقييم المشروعات على إيجاد نوع من التوافق بين المعايير التي تضمنها تلك العملية وبين أهداف المشروعات المقترحة.

- تضمن عملية تقييم المشروعات تحقيق مستوى معين من التوافق بين هدف أي مشروع وأهداف خطة التنمية القومية من جهة وبين الهدف المحدد للمشروع وبين الإمكانيات المادية والبشرية والفنية المتاحة.

- لا بد أن يكون هناك توافق وانسجام بين أهداف المشروعات المتكاملة والمترابطة وإزالة التعارض بين أهدافها.

- توفر المستلزمات اللازمة لضمان نجاح عملية تقييم المشروعات خاصة ما يتعلق منها بتوفر المعلومات والبيانات الدقيقة والشاملة.

- ان عملية تقييم المشروعات هي جزء من التخطيط، كما تمثل مرحلة لاحقة لمرحلة دراسات الجدوى ومرحلة سابقة لمرحلة التنفيذ.

- ان عملية تقييم المشروعات لا بد وأن تفضي الى تبني قرار استثماري اما بتنفيذ المشروع المقترح أوالتخلي عنه.

- ان عملية تقييم المشروعات تقوم أساسا على المفاضلة بين عدة مشروعات أوبدائل وصولا الى البديل المناسب.

خامسا: مراحل عملية تقييم المشروعات

1. مرحلة إعداد وصياغة الفكرة الأولية عن المشروع أوالمشروعات المقترحة.

2. مرحلة تقييم المشروعات وتتضمن الخطوات التالية:

- وضع الأسس والمبادئ الأساسية لعملية التقييم.
- دراسات الجدوى الاقتصادية والفنية الأولية.
- دراسات الجدوى الاقتصادية والفنية التفصيلية.
- تقييم دراسات الجدوى.
- اختيار المعايير المناسبة لعملية التقييم.

3. مرحلة تنفيذ المشروعات.

4. مرحلة متابعة تنفيذ المشروعات.

سادسا: معايير تقييم المشروعات

ان عملية المفاضلة بين المشروعات لا بد أن تستند على معايير علمية دقيقة وذلك من أجل مايلي:

1. تجاوز المخاطر.
2. إيجاد مستوى من الأمان للأموال المستثمرة.

- ان المعايير المستخدمة لقياس هدف معين قد لا تتناسب لقياس هدف آخر.
- المعايير التي تستخدم لتقييم المشروعات العامة قد تكون غير مناسبة لتقييم المشروعات الخاصة.
- هناك معايير تستخدم لقياس الربحية التجارية تتعلق بالمشروعات الخاصة وهناك معايير تستخدم لقياس الربحية القومية تتعلق بالمشروعات العامة.
- هناك معايير تستخدم في ظل ظروف التأكد وأخرى في ظل ظروف عدم التأكد.

أهم نقاط الاختلاف بين معايير الربحية التجارية ومعايير الربحية القومية:

- عند تقييم المشروعات وفقا لمعايير الربحية التجارية، نأخذ بعين الاعتبار الأهداف التي تساعد على تعظيم الأرباح وهذه وجهة نظر القطاع الخاص.
- عند استخدام معيار الربحية التجارية، يتم التركيز على عناصر التكاليف والإيرادات المباشرة على مستوى المشروع، بينما في معيار الربحية القومية يدرس أثر المشروع على:-
    - نمو الدخل القومي وتوزيعه.

- الاستخدام.

- ميزان المدفوعات.

- تحقيق الاستخدام الأمثل للموارد الاقتصادية المتاحة.

- البيئة.

- نقل التكنولوجيا.

- تهيئة القوى العاملة المؤهلة.

- تحقيق التشابك الصناعي.

- في معايير الربحية التجارية يتم التركيز على قياس الآثار المباشرة للمشروع والتي تتمثل بمنافع المشروع وتكاليفه، أما المعايير الربحية القومية يتم التركيز على قياس الآثار المباشرة وغير المباشرة، الآثار غير المباشرة هي المنافع.

- عند استخدام معيار الربحية التجارية يتم الاعتماد على الأسعار الجارية في السوق في تقدير التكاليف والعوائد المباشرة، أما عند استخدام معايير الربحية القومية فانه يتم الاعتماد على الأسعار التخطيطية أوأسعار الظل.

- عند استخدام معيار الربحية التجارية فانه يتم تجاهل موضوع التشابك الصناعي،أما عند استخدام معيار الربحية القومية فانه يتم الأخذ بمسألة التشابك الصناعي.

- ان الأساليب المستخدمة لقياس الربحية التجارية تختلف عن الأساليب المستخدمة لقياس الربحية القومية وذلك لاختلاف الأهداف المحددة لكل منهما.

من المعايير التي تستخدم لقياس الربحية التجارية ما يلي:

- **المعايير التي تتجاهل القيمة الزمنية للنقود** أي التي تتعامل مع التدفقات النقدية الداخلة والخارجة دون القيام بخصم، ومنها معيار فترة الاسترداد والمعدل المتوسط ونقطة التعادل.

- **المعايير التي تأخذ القيمة الزمنية للنقود بعين الاعتبار** ومنها معيار صافي القيمة الحالية، معيار التكلفة: العائد، معيار معدل العائد الداخلي.

- معايير تعتمد على بحوث العمليات أوشبكة المسار أونظرية القرارات وأنظمة المعلومات وشجرة القرارات، أسلوب تحليل الحساسية.

المعايير التي تستخدم لقياس الربحية القومية: ان بعض هذه المعايير جزئية يمكن أن تعكس جانبا أوهدفا معينا والتي منها:

- معامل رأس المال/ الإنتاج.
- معامل رأس المال/ العمل.
- معامل النقد الأجنبي.

- معامل القيمة المضافة / التكاليف الاستثمارية.
- معامل قيمة مستلزمات الإنتاج المستوردة / قيمة الإنتاج.
- معامل قيمة مستلزمات الإنتاج المستوردة / قيمة الصادرات.
- معامل إنتاجية العمل.

أما المعايير الكلية والتي يمكن ان تكون بمثابة انعكاس لحركة ومسار الاقتصاد القومي والتي منها:

- معيار المنافع، التكاليف.
- معيار الإنتاجية الحدية الاجتماعية.
- معيار معدل العائد الاجتماعي.
- أسلوب تحليل المنفعة والتكاليف الاجتماعية.

5. معايير قياس الربحية التجارية غير المخصومة وفي ظل ظروف التأكد:

اولاً: معيار فترة الاسترداد

فترة الاسترداد: هي تلك الفترة التي تسترد فيها المشاريع التكاليف الاستثمارية أوالفترة التي تتساوى عندها التدفقات الداخلة والخارجة. كلما كانت فترة الاسترداد اقصر يكون المشروع أفضل.

طرق حساب معيار فترة الاسترداد:

الطريقة الأولى:

فترة الاسترداد = الكلفة الاستثمارية الاوليه / الوسط الحسابي للتدفقات النقدية السنوية

مثالإذا كانت التكاليف الاستثمارية الاوليه لمشروع معين 48000 دينار، عمره الإنتاجي 5 سنوات، مجموع التدفقات النقدية خلال السنوات الخمس:

السنة	الكلفة	التدفقات
0	48000	-
1		6000
2		9000
3		10000
4		15000
5		20000
المجموع	48000	60000

الوسط الحسابي للتدفقات النقدية السنوية = مجموع التدفقات / عمر المشروع

= 5/60000 = 12000

فترة الاسترداد = 12000/48000 = 4 سنوات

الطريقة الثانية:هذه الطريقة أكثر شيوعا" واستعمالا" من الطريقة الأولى.

فترة الاسترداد = الكلفة الاستثمارية الاوليه / صافي التدفق النقدي السنوي (صافي العائد السنوي)

ويعتبر المشروع الأفضل هوالمشروع الذي يحقق فترة استرداد أقل. يمكن القول ان معيار فترة الاسترداد يعتبر أكثر المعايير شيوعا" واستخداما" نظرا" لسهولة وتوفر المعلومات اللازمة لاستخدامه، كما يعتبر أكثر ملائمة خاصة في حالة المشروعات التي تخضع لعوامل التقلب السريعة وعدم التأكد، أوالتي تتعرض لتغيرات تكنولوجيه سريعة. كما يمكن اعتبار هذا المعيار معيارا" لقياس درجة المخاطرة التي يمكن ان يتعرض لها كل مال مستثمر".

تقييم معيار فترة الاسترداد:

على الرغم من المزايا التي يتميز بها معيار فترة الاسترداد، إلا انه يواجه بعض الانتقادات:

1. إهماله للمكاسب الاضافيه التي يمكن ان يحققها المشروع خلال عمره الإنتاجي حيث يركز هذا المعيار على السنوات التي يستطيع فيها المشروع استرداد رأسماله الأصلي ويهمل المكاسب التي يمكن ان يحققها المشروع بعد استرداد رأسماله.

2. إهماله للقيمة الزمنية للنقود أي إهماله للتوقيت الزمني للتدفقات النقدية وما يترتب على ذلك الإهمال من اختلافات كبيرة.

ثانياً: معيار المعدل المتوسط للعائد (المعيار المحاسبي)

يسمى هذا المعيار بمعدل العائد المحاسبي لأنه يعتمد على نتائج الأرباح والخسائر في القيود المحاسبية. وبالتالي فهوعبارة عن **النسبة المئوية بين متوسط العائد السنوي (متوسط الربح السنوي) إلى متوسط التكاليف الاستثمارية وبعد خصم الاندثار والضريبة.**"أوالنسبة بين متوسط العائد السنوي إلى التكاليف الاستثمارية الأولية (دون الأخذ بنظر الاعتبار الاندثار والضريبة).

المهم في هذا المعيار هوفيما يتعلق بضرورة مقارنة النتيجة المتحصلة مع سعر الفائدة السائدة في السوق. يعتبر المشروع مقبول اقتصاديا عندما تكون النتيجة اكبر من سعر الفائدة السائدة في السوق والعكس صحيح. المعدل المتوسط للعائد هوتعبير عن الكفاية الحدية لرأس المال. الكفاية الحدية لرأس المال: مقدار ما تحققه الوحدة النقدية المستثمرة من عائد صافي، وعلى هذا الأساس تتم المفاضلة بين المشروعات، حيث يتم اختيار المشروع الذي يحقق اكبر عائد على الوحدة النقدية المستثمرة.

طريقتان لاحتساب المعدل المتوسط للعائد

الطريقة الأولى:

يـتم احتسـابه دون النظـر إلى الضريبـة والانـدثار والقيمـة التجريديـة للبـديل، أي يـتم النظـر إلى التدفقات النقدية كما هي ولذلك يوجد أسلوبين لاحتسابه على هذه الطريقة:

الأسلوب الأول: التعامل مع الكلفة الاستثمارية الأولية كما هي

المعدل المتوسط للعائد = (متوسط العائد السنوي/ متوسط الكلفة الاستثمارية الأولية)* 100

الأسلوب الثاني: يتم التعامل مع متوسط التكاليف الاستثمارية الأولية

متوسط التكاليف الاستثمارية = التكلفة الاستثمارية الأولية / 2

المعدل المتوسط للعائد = (متوسط العائد السنوي / متوسط التكلفة الاستثمارية) *100

وعليه يجب إتباع ثلاث خطوات للحصول على معدل المتوسط للعائد:

- ضرورة احتساب متوسط العائد السنوي (متوسط الربح السنوي)
- ضرورة احتساب متوسط الكلفة الاستثمارية الأولية
- احتساب المعدل للعائد.

الطريقة الثانية:

هـذه الطريقـة هـي الأكـثر شـيوعا حيـث يـتم الأخـذ بعـين الاعتبـار الانـدثار والضريبـة والقيمـة التجريدية للبديل في حالة وجودها.

هذه الطريقة هي الأفضل في حالة وجود بدائل للمشروع. يتم احتسـاب المعـدل المتوسـط للعائـد حسب الصيغة التالية:

المعدل المتوسط للعائد =(متوسط العائد **الصافي** السنوي / متوسـط الكلفـة الاسـتثمارية الأوليـة) 100*

6. معايير الربحية التجارية المخصومة (المعايير الاقتصادية)

اولاً: معيار صافي القيمة الحالية

إن معيار صافي القيمة الحالية لأي اقتراح أوبديل يشـير إلى الفـرق بـين القيمـة الحاليـة للتـدفقات النقدية الداخلة والقيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجية. ويقصد بالقيمة الحالية: كم يسـاوي مبلغا ما حاليا يتدفق في المستقبل في سنة أوسنوات لاحقة.

صافي القيمة الحالية = القيمة الحالية للتـدفقات النقديـة الداخلـة - القيمـة الحاليـة للتـدفقات النقدية الخارجة.

تقييم معيار صافي القيمة الحالية:

يتصف معيار صافي القيمة الحالية بالدقة والموضوعية إضافة إلى انه معيار يعتمد على خصم التدفقات النقدية وصولا إلى القيم الحالية. كما يعتبر أحد المعايير الدولية التي تستخدم في تقييم المشروعات وحتى على مستوى مؤسسات التمويل الدولية. إلا أن نقطة الضعف فيه، انه ينظر إلى العوائد المتحققة , دون الأخذ بعين الاعتبار مقدار رأس المال المستثمر الذي استخدم في تحقيق تلك العوائد.

مثال:إذا توفرت لديك المعلومات التالية عن البديلين (ا,ب):

المعلومات	البديل(ا)	البديل(ب)
القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلية - القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجية	1500 1000	2700 2000
وأن العمر الإنتاجي متساوي لكلا البديلين ,وانه لا توجد قيمة تخردية لكل منهما		
صافي القيمة الحالية	500	700

استنادا إلى معيار صافي القيمة الحالية يعتبر المشروع (ب) هوالأفضل، لانه حقق صافي قيمة حالية اكبر من المشروع (ا). أكد فقط على العوائد

المتحققة دون الأخذ بعين الاعتبار حجم رأس المال المستثمر. ومن اجل معالجة هذه المسائل وصولا إلى مفاضلة سليمة ودقيقة، فقد أدي ذلك إلى اعتماد معيار أخر هوما يطلق عليه بمؤشر القيمة الحالية المعدلة أوما يسمى بمؤشر الربحية.

مؤشر القيمة الحالية = صافي القيمة الحالية / القيمة الحالية للتدفقات الخارجة

استنادا إلى معيار القيمة الحالة، يعتبر البديل (ب) هوالأفضل لانه حقق صافي قيمه حالية اكبر من البديل(ا). أما إذا تم الاستناد على مؤشر القيمة الحالية، فنلاحظ أن النتيجة عكس ذلك. وهذا يعني أن الدينار المستثمر في لمشروع (ا) حقق عائدا صافيا اكبر مما هوعليه الحال بالنسبة للمشروع (ب).

ثانياً: معيار التكلفة / العائد

يتعامل هذا المعيار مع القيمة الزمنية للنقود، ويطلق على هذا المعيار أحيانا بدليل الربحية. ونقطة الاختلاف بينه وبين مؤشر القيمة الحالية، فإذا كان مؤشر القيمة الحالية يحدد العائد الصافي للوحدة النقدية المستثمرة، فان هذا المعيار يحدد العائد الإجمالي للوحدة النقدية المستثمرة.

معيار التكلفة/ العائد = القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلية / القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجية (التكلفة الاستثمارية الأولية)

النتيجة المتحصلة تساوي عادة ما تحققه الوحدة النقدية من عائد أجمالي، ويعتبر المشروع مقبـول اقتصاديا إذا كانت النتيجة اكبر من واحد صحيح. كما يعتـبر المشروع مرفـوض اقتصـاديا إذا كانـت النتيجة أقل من واحد.

ثالثاً: معيار معدل العائد الدخلي

من المعايير الهامة التي تستخدم في المفاضلة بين المشروعات والبدائل الاستثمارية المقترحـة. ونظـرا لاهميتة فإن معظم مؤسسات التمويل الدوليـة، وبخاصـة صـندوق النقـد الـدولي والبنـك الـدولي للتنمية والأعمار تعتمدانه عند قيامهما بتقديم أي قروض أواستثمارات لأي دولة. ويمكن أن يعرف هذا المعيار بأنه معدل الخصم الذي تتساوى عنـده قيمـة التـدفقات النقديـة الداخلـة مـع قيمـة التدفقات النقدية الخارجة. ما هولا عبارة عن سعر الخصم الذي يعطي قيمـة حاليـة للـمشروع = صفر. يمكن التعبير عن معدل العائد الدخلي بالصيغة التالية:

القيمة الحالية للتدفقات النقدية لداخلة = القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة

يتطلب ذلك استخدام سعر خصم معين لتحويل التدفقات النقديـة الجاريـة إلى قـيم حاليـة، فـان ذلك السعر الذي يتم مـن خلالـه تسـاوي طـرفي المعادلـة، يمثـل معـدل العائـد الـداخلي. وبمـا أن التدفقات النقدية الجارية والتي تمثل الكلفة الاستثمارية معطاة، ولكونها مدفوعة في بداية الفترة، لذا فهي تمثل قيمة جارية وقيمة حالية بنفس الوقت، ويمكن تطبيق الصيغة التالية:

الكلفة الاستثمارية الأولية = القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة

تقييم المعايير الاقتصادية المخصومة:

- افتراض إعادة الاستثمار للمكاسب النقدية السنوية ولجميع البدائل، بمعدل مساوي لمعدل الخصم المستخدم أولا، لكن في الواقع العلمي قد يحقق المشروع عائد أقل أواكبر من معدل الخصم، عند إعادة استثمار تلك التدفقات يعتبر ذلك نقطة ضعف في هذه المعايير، إذ من شأنه التأثير على النتائج المتحققة عند استخدام هذه المعايير، أضف إلى ذلك أن معيار صافي القيمة الحالية ومعيار التكلفة / العائد ينطلقان من افتراض ثبات سعر الخصم المستخدم طيلة العمر الإنتاجي لأي بديل لجميع التدفقات النقدية الداخلة والخارجة.

- يعتمد كل من معياري صافي القيمة الحالية ومعيار التكلفة / العائد بصورة أساسية على معدل الخصم الذي يستخدم لخصم التدفقات النقدية الداخلة والخارجة، وبما أن هذا المعدل يمثل تكلفة الأموال المستثمرة تلك التكلفة التي يصعب تقديرها بدقة، حيث تخضع لتوقعات متباينة , وتتوقف أساسا على التقدير الشخصي، وبذلك فان أسعار الخصم المستخدمة قد تكون غير موضوعية وغير صحيحة، فانه سيؤدي إلى عدم صحة ودقة النتائج المتحققة من العمليات الحسابية.

- إن كل من معياري صافي القيمة الحالية ومعيار التكلفة / العائد يعطيـان نتـائج اوأرقـام تمثل القيمة الحالية للاقـتراح أودليـل للربحيـةذ، والسـؤال المطـروح هـو: هـل إن هـذه الأرقـام أوالنتـائج يمكـن إن تعطـي أوتقـدم لـلإدارة العليـا دلـيلا أوصـورة واضـحة عـما هومطلوب، يمكن القول إن هذين المعيارين فالبرغم من تعرضهما لبعض الانتقادات من جهة، وتوفر فيها شروط المعايير السليمة من جهة أخرى، ألا أنهما عـاجزان عـن تحقيـق أهدافهما بالكامل.

- أما في ما يتعلق بمعيار معدا العائد الدخلي، فيمكن القول بأن هذا المعيـار يتميـز بنـوع من الموضوعية، حيث يمكن أن يعتبر معيارا جيدا لقياس الربحيـة التجاريـة وأضـافة إلى كونه يمثل انعكاسا للوضع المالي للمشروع المقترح.

على الرغم من ذلك فان المعيار يواجه العديد من الانتقادات منها ما يلي:

- أن التدفقات النقدية المتوقعة طبقا لمعيار معدل العائد الداخلي، يكون استثمارها عـادة بنفس سعر الخصم المستخدم، وهذا الأمر غير منطقي بالنسبة للاستثمارات الكبيرة التي يستخدم فيها أسعار خصم مرتفعة أو كبيرة.

- الصعوبات التي تواجه حساب هذا المعـدل، نظـرا لمـا يتطلبـه مـن عمليـات ومحـاولات حسابية ورياضية، لا تتطلبها المعايير الاخرى.

- وبناء على ذلك يمكن القول بأن معيار معدل العائد الدخلي , هوالمعيار الذي تتوافر فيه الخصائص الأساسية الواجب توفرها في معيار التقييم السليم، وبذا فانه يعتبر من المعايير المعتمدة في المفاضلة بين البدائل وفي تقييم المشروعات سواء على المستوى الدولي أوالأقليمي ومن قبل مؤسسات التمويل الدولية.

7. معايير قياس الربحية التجارية في ظل ظروف عدم التأكد

هنالك عدة اساليب يمكن استخدامها لتقييم المشروعات والمفاضلة بينها في ظل ظروف عدم التاكد والتي تتراوح بين الدقة والتعقيد ومنها:

1. نقطة التعادل.
2. شجرة القرارات.
3. تحليل الحساسية.

اولا: اسلوب نقطة التعادل:

يقصد بنقطة التعادل، هي تلك النقطة التي يتحقق عندها التساوي بين الايرادات الكلية والتكاليف الكلية لناتج معين (أي النقطة التي لا تكون فيها اي ارباح اوخسائر). يركز هذا الاسلوب على تحليل نقطة التعادل من خلال دراسة العلاقات بين الايرادات والتكاليف والارباح عند مستويات مختلفة من الانتاج والمبيعات.

طرق تحليل نقطة التعادل:

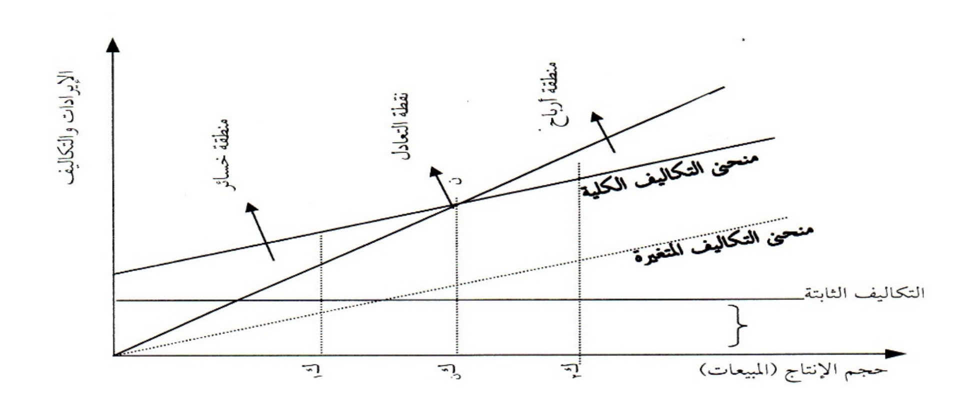
الطريقة البيانية:

ويتم تحديد نقطة التعادل بجعل المحور العمودي يمثل الايرادات والتكـاليف، امـا المحـور الأفقـي فيمثل الإنتاج أوالمبيعات ثم يتم رسم منحنى الايراد الكلي (الذي تمثل كل نقطـة عليـه الايـرادات المتوقعة عند كل مستوى من مستويات الانتاج) ومنحنى التكاليف الكلية (الذي تمثل كل نقطـة عليه مستوى اجمالي التكاليف الثابتة والمتغيرة عند كل مستوى من مسـتويات الانتـاج) بالاضـافة الى منحنى التكاليف الثابتة والمتغيرة.

ولتحقيق نقطة التعادل لابد من وجود الافتراضات التالية:

- ثبات سعر بيع الوحدة الواحدة.

- ثبات التكلفة المتغيرة للوحدة الواحدة.



الطريقة الجبرية:

- الايراد الكلي = كمية المبيعات × سعر بيع الوحدة الواحدة (ك ن × ب)......... (1)

- التكاليف الكلية = التكاليف الثابتة + التكاليف المتغيرة

= التكالبف الثابتة + (كمية الانتاج × كلفة الوحدة المتغيرة)

= ن + ك ن × غ.......... (2)

عند نقطة التعادل (ك ن)، الايراد الكلي = التكاليف الكلية

بتعويض (1، 2) تصبح، ك ن × ب = ث + ك ن × غ = ك ن × ب – ك ن× غ = ث

باخذ (ك ن) عامل مشترك، ث = ك ن (ب – غ) ومنها (ك ن) = ث / ب – غ........ (3)

- كمية التعادل = التكاليف الثابتة / (سعر بيع الوحدة - كلفة الوحدة المتغيرة)

- كمية التعادل كنسب في الطاقة الانتاجية = كمية التعادل / الطاقة النتاجية الكلية للمشروع...... (4)

- قيمة التعادل النقدي = التكاليف الثابتة / (1 – كلفة الوحدة المتغيرة ÷ سعر بيع الوحدة)........ (5)

يمكن اشتقاق معادلة خاصة باسعار البيع (ب) تمثل الحد الادنى لسعر البيع الذي يمكن ان يتحمله المشروع دون ان يحقق لا ربح ولا خسارة:

ب = ث + ك ن × غ....... (7)

ك ن

حجم المبيعات اللازم لتحقيق مستوى معين من الارباح =

التكاليف الثابتة + مستوى الارباح المطلوب.......... (8)

المساهمة الحدية للوحدة

تقييم اسلوب نقطة التعادل:

يواجه هذا الاسلوب العديد من الانتقادات منها:

1. عدم منطقية الافتراضات التي يستند عليها، وخاصة تلك التي تتعلق بافتراض ثبات سعر بيع الوحدة اوالتكاليف المتغيرة للوحدة.
2. يقوم اساسا على افتراض التمييز بين التكاليف الثابتة والمتغيرة وهذا التمييز غير دقيق.

3. يفترض انـه اذا كـان المشروع ينـتج منـتج واحـد اوعـدة منتجـات فـان هـذه المنتجات يمكن تحويلها بسـهولة الى منـتج رئـيسي واحـد وهـذا الافـتراض قـد يكون غير عملي.

4. يفــترض ان توليفــة الانتــاج تظــل ثابتــة اوتتغــير بنســب معينــة وفــيما بينها.

ثانياً: اسلوب تحليل الحساسية

يقصد به مدى استجابة المشروع المقترح للتغـيرات التـي تحـدث في احـد المتغـيرات اوالعوامل المستخدمة لتقييمه او مدى حساسية المشروع للتغير الذي يطرأ على العوامـل المختلفة التي تؤثر على المشروعات. ويمكن لمتخذ القرار ان يحدد مـدى حساسـية عائـد المشروع المقترح مثلا للتغيرات التي يمكن ان تحدث في قيمة اي من المتغيرات المعطـاة، فاذا كان صافي القيمة الحالية حساسا تجاه المتغـيرات المسـتخدمة فـان المشروع المقـترح يكون **حساسا لظروف عدم التاكد.**

عند استخدام اسلوب تحليل الحساسية لا بد من الاخذ بعين الاعتبار المسائل التالية:

1. تحديد المتغيرات الرئيسـية التـي تـؤثر عـلى المعيـار اوالمعـايير المسـتخدمة في التقييم.

2. تحديد العلاقة الرياضية بين المتغيرات.

3. تقدير القيم الأكثر تفاؤلا او الأكثر تشاؤما لتلك المتغييرات.

4. حساب المعايير المستخدمة في عملية التقييم تحت ظروف عدم التاكد.

5. لا بد من التركيز على تقدير القييم الأكثر تفاؤلا والأكثر تشاؤما لقيم المتغيرات المحددة وليس كل احتمالات تلك القيم.

بناءا على هذا التحليل يمكن لمتخذ القرار ان يسأل عدة أسئلة منها:

- ماذا يحدث لوانخفض سعر البيع للوحدة، عما هومتوقع ؟
- ماذا يحدث اذا ارتفعت تكلفة الوحدة المتغيرة عن توقع معين ؟
- ماذا يحدث لوزادت كلفة الاستثمار المبدئية عن التقدير المتوقع ؟

هذا وكلما ارتفع مؤشر الحساسية، كلما دل ذلك على حساسية المعيار المستخدم للتغير في ذلك العنصر.

8. معايير قياس الربحية القومية أوالاجتماعية

اولاً: مدى مساهمة المشروع في توفير فرص العمل

يهتم هذا المعيار بمعرفة عدد العمال المحليين الذين سوف يتم تشغيلهم ونسبتهم إلى إجمالي العمالة في المشروع، كما يهتم ايضاً بمعرفة متوسط أجر العامل المحلي مقارنةً بمتوسط أجور العامل الاجنبي.

يتطلب تطبيق هذا المعيار توافر البيانات التالية:

- العدد الإجمالي للعاملين في المشروع.
- عدد العمال المحليين في المشروع.
- عدد العمال الأجانب في المشروع.
- نسبة العمالة المحلية إلى إجمالي العاملين في المشروع.
- نسبة العمالة الأجنبية إلى إجمالي العاملين في المشروع.
- إجمالي قيمة الأجور المدفوعة للعاملين في المشروع.
- متوسط نصيب العامل المحلي من الأجور الكلية في السنة.
- متوسط نصيب العامل الأجنبي من الأجور الكلية في السنة.

ثانياً: مدى مساهمة المشروع في تكوين القيمة المضافة (الناتج المحلي الإجمالي)

يقصد بهذا المعيار،هومعرفة مدى مساهمة المشروع في تحقيق إضافة إلى الدخل القومي، ويتم إحتساب القيمة المضافة بطريقتين:

1. طريقة عوائد عناصر الإنتاج:

يتم في هذه الطريقة جمع عوائد عناصر الانتاج المستخدمة في العملية الانتاجية (الأجور، الفوائد، الربح، الريع) وبعد حساب القيمة المضافة التي يولدها المشروع يتم احتساب نسبتها إلى القيمة المضافة الاجمالية وعلى مستوى الاقتصاد القومي. يتطلب احتساب نسبة القيمة المضافة توفر البيانات التالية:

- القيمة المضافة للمشروع ولكل سنة من سنوات العمر الافتراضي له.

- تقدير القيمة المضافة القومية للاقتصاد خلال نفس سنوات العمر الافتراضي للمشروع.

- حساب نسبة القيمة المضافة للمشروع إلى القيمة المضافة القومية وكنسبة مئوية.

2. طريقة الانتاج والمستلزمات:

يتم في هذه الطريقة احتساب القيمة المضافة للمشروع، عن طريق تقدير قيمة الانتاج بسعر السوق ثم تطرح منه قيمة مستلزمات الانتاج والاندثار السنوي ثم اضافة الضرائب غير المباشرة وطرح الاعانات.

ثالثاً: مدى مساهمة المشروع في تحسين وضع ميزان المدفوعات

يقصد بهذا المعيار معرفة مدى مساهمة المشروع المقترح في التوفير في العملات الصعبة. وعلى هذا الاساس يتم الحكم على مدى مساهمة المشروع في تحسين أو دعم ميزان المدفوعات، فإذا كان المشروع مقتصداً في استخدام العملات الصعبة، فهذا يعني بأنه سوف يساعد على تحسين ميزان المدفوعات.

من أجل معرفة مدى مساهمة المشروع في دعم ميزان المدفوعات فأنه يلزم معرفة ما يلي:

- قيمة الصادرات من انتاج المشروع.
- قيمة الواردات التي سوف يستوردها المشروع من الخارج.
- الايرادات بالعملات الاجنبية من مصادر خارجية خلاف السلع المصدرة.
- المدفوعات بالعملات الاجنبية خلاف المدفوعات على الواردات السلعية.
- قيمة السلع التي ينتجها المشروع والتي يمكن أن تحل محل السلع التي كان البلد يعتمد على استيرادها من الخارج (الاحلال محل الواردات).
- تحويلات رؤوس الأمول والارباح إلى الخارج وتحويلات رؤوس الأمول من الخارج إلى داخل البلد.

رابعاً: مدى مساهمة المشروع في زيادة إنتاجية العمل على المستوى القومي

ان معيار انتاجية العمل يعتبر من المعاير التي حازت على اهتمام الكثير من الاقتصاديين وخبراء التنمية والتخطيط لما له من أهمية في زيادة الدخل القومي وتحسين مستوى المعيشة.

تتحقق الزيادة في انتاجية العمل من خلال ما يلي:

- الحصول على المزيد من الانتاج بنفس الكمية السابقة من المدخلات.
- الحصول على نفس الإنتاج السابق بكمية أقل من المدخلات.
- الحصول على زيادة في الانتاج بزيادة أقل في المدخلات.

خامساً: الاثار السلبية للمشروع المقترح على البيئة

اضافةً إلى الآثار الايجابية التي يمكن ان يحققها المشروع للاقتصاد أو للمجتمع فإنه في نفس الوقت قد يترك آثار سلبية على البيئة، حيث ان تلوث البيئة اصبح من المسائل الدولية التي أخذت تحظى بالاهتمام والتي لا بد من اخذها بعين الاعتبار حيث ان هناك بعض المشروعات لبعض الصناعات مثل الكيماوية اوالنسيجية قد تترك أثار سلبية كبيرة على البيئة وقد تنبهت الكثير لذلك من الدول في الوقت الحاضر.

معايير اخرى يمكن ان تستخدم لمعرفة مدى مساهمة المشروع في زيادة الربحية الاجتماعية اوالقومية:

- معيار كثافة العوامل (المستخدمات).
- معيار حجم المشروع.

ملحق

دورة دراسات الجدوى وتقييم المشروعات

العربية	English
دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات	Economic Feasibility Studies and Projects Evaluation
أنواع الاستثمار	Types of Investment
أهمية الاستثمار	The Importance of Investment
أهداف الاستثمار	Investment Goals (Objectives)
الاستثمار طويل الأجل والقصير الأجل	Long-Run and Short-Run Investment
العائد ودرجة المخاطرة	Return and Risk
الربحية	Profitability
السيولة	Liquidity

Safety	الأمان
Conservative Investor	المستثمر المتيقظ
Speculator Investor	المستثمر المضارب
Balanced Investor	المستثمر المتوازن
Relevance	الملاءمة
Determinants of Investment	محددات الاستثمار
Primary Economic Feasibility. Study	دراسات الجدوى الاقتصادية الأولية
Detailed Economic Feasibility. Study	دراسات الجدوى الاقتصادية المفصلة
Technical Feasibility Study	دراسات الجدوى الفنية
Suitable Size	الحجم المناسب
Project Location	موقع المشروع
Raw Material	المادة الخام
Cost of Transportation	كلفة النقل

Distance From Market	مدى القرب من السوق
Energy	الطاقة
Labor Force	القوى العاملة
Degree of Localization	درجة التوطن
Choice of the suitable Production Techniques	اختيار العنصر الإنتاجي الملائم
Determination of Raw Material Requirement	تحديد احتياجات المشروع من المواد الخام
Determination of Labor Requirement	تحديد احتياجات المشروع من القوى العاملة
Preference Between Projects	المفاضلة بين المشروعات
Technological Progresses	التقدم التكنولوجي
Stages of Preference Between Projects	مراحل المفاضلة بين المشروعات

Economic Methods of Preference	الأساليب الاقتصادية للمفاضلة
The Importance of Project for National Economy	أهمية المشروع بالنسبة للاقتصاد القومي
The Importance of Project for Employment	أهمية المشروع في الاستخدام
The Importance of Project in Payments Balance	أهمية المشروع في ميزان المدفوعات
Technical Methods	الأساليب الفنية
Financial Methods	الأساليب المالية
Time Value of Money	القيمة الزمنية للنقود
Present Value	القيمة الحالية
Discounting	الخصم
Methods of Measuring the Present Value of Cash Flow	أساليب احتساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية

Criteria of Projects Evaluation	معايير تقييم المشروعات
Nature and Importance of Projects Evaluations Process	طبيعة وأهمية عملية تقييم المشروعات
Importance of Projects Evaluations Process	أهمية تقييم المشروعات
Project Evaluation Criteria	معايير تقييم المشروعات
Measuring Non-discounted Commercial Profitability	قياس الربحية التجارية غير المخصومة
Certainty Conditions	ظروف التأكد
Non-Discounted Criteria	المعايير غير المخصومة
Discounted Criteria	المعايير المخصومة
Pay-Back Period	فترة الاسترداد
Appraisal of Pay-Back Period Criterion	تقييم معيار فترة الاسترداد

Average Rate of Return	متوسط معدل العائد
Measurement of Discounted Commercial Profitability	قياس الربحية التجارية المخصومة
Net Present Value Criterion	معيار صافي القيمة الحالية
Profitability (present value) Index	مؤشر القيمة الحالية
Cost/ Benefit Criterion	معيار التكلفة/ العائد
Internal Rate of Return	معيار معدل العائد الداخلي
Trial and Error	أسلوب التجربة والخطأ
Appraisal of Discounted Economic Criteria	تقييم المعايير الاقتصادية المخصومة
Commercial Profitability Under Uncertainty Conditions	الربحية التجارية في ظل ظروف عدم التأكد
Break-Even Point	نقطة التعادل
Decision Tree	شجرة القرارات

Sensitivity Analysis	تحليل الحساسية
National or Social Profitability Criteria	معايير قياس الربحية القومية أو الاجتماعية
Project Contribution in Employment	مساهمة المشروع في توفير فرص العمل
Project Contribution in Payment Balance	مساهمة المشروع في ميزان المدفوعات
National Labor Productivity	إنتاجية العمل القومية
Designed Capacity	الطاقة التصميمية
Available Capacity	الطاقة المتاحة
Actual Capacity	الطاقة الفعلية
Adjusted Exchange Rate	سعر الصرف المعدل
Efficiency Performance Appraisal in Existing Firms	تقييم كفاءة الأداء في المشروعات القائمة
Functions of Performance Appraisal	وظائف عملية تقييم كفاءة الأداء

Appraisal of Project Objectives	معايير تقييم كفاءة الأداء
Productivity Capacity Criteria	معيار الطاقة الإنتاجية
Overall Productivity	الإنتاجية الكلية
Partial Productivity	الإنتاجية الجزئية
Rate of Return on Investment Criterion	معيار درجة العائد على رأس المال
Time Series	السلاسل الزمنية
Ranking Investment Alternatives	ترتيب بدائل الاستثمار
Decisions for Alternative Choice	قرارات الاختيار بين البدائل
Investment Opportunities	فرص الاستثمار

ملحق

دراسة وتقدير حجم الطلب في السوق

تكمن أهمية دراسة الطلب والتنبؤ به عنه في دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروعات بعديـد مـن المسائل هي:

1. علاقة الطلب بتقدير حجم المشروع المقترح
2. علاقة الطلب بتقدير طاقاته الانتاجيه
3. تحديد نوع الفن الإنتاجي المستخدم
4. تحديد وتقدير التكاليف والأسعار والأرباح المتوقعة

اولاً: المفاهيم الاساسيه حول الطلب والسوق

طلب المستهلك:

الكميه التي يرغب المستهلك الحصول عليها من سلعه أوخدمه معينـه خـلال فـتره زمنيـه معينـه، بشرط أن تكون هذه الرغبة مدعمه بقوة شرائية، ولا بد من الأخذ بالاعتبار المسألتين التاليتين:

- ضرورة تحديـد الفـترة الزمنيـة: وذلـك لان الطلـب المتوقـع عـلى سـلعه معينـه قـد يختلـف مـن فـتره إلى أخـرى، وأيضـا احتماليـة اخـتلاف

القيمة الزمنية للنقود من فترة إلى أخرى، بذلك تتأثر الكميه المطلوبة من سلعة ما أوعلى قرار الشراء بالنسبة للمستهلك.

- ضرورة التمييز بين الرغبة والقدرة

السوق وطلب السوق:

طلب السوق: اجماي عدد الوحدات من منتج معين والتي سيشتريها مجموعة من المستهلكين في منطقه جغرافيه أوسوق معينه وخلال فتره زمنيه معينه. العوامل التي يجب تحديدها لقياس طلب السوق على سلعه معينه:

- نطاق السلعة وطبيعتها.
- كمية أوقيمة الوحدات المتوقه بيعها.
- المنطقة الجغرافية التي ستباع بها (السوق).
- البيئة التسويقية بمتغيراتها ألاقتصاديه والسياسية والاجتماعية.
- الفترة الزمنية.
- البرنامج التسويقي المطلوب، والمبالغ المخصصة للإنفاق على هذا البرنامج.
- المزيج التسويقي.
- مستلزمات الإنتاج اللازمه.

الطلب الفعال والمتوقع والمستتر(الكامن):

الطلب الفعال: الكميه التي يرغب بها المستهلك والمستعد لشرائها.

الطلب المتوقع: الكميه التي يرغب المستهلك الحصول عليها من سلعه معينه وبوجود قوة شرائية لديه، لكنه لا يشتريها بالوقت الحاضر.

الطلب الكامن: يشير إلى المستهلكين الذين يرغبون في الحصول على السلعة، لكن ليس لديهم القوة الشرائية اللازمة لشراء السلعة في الوقت الحاضر،أوالذين ليس لديهم المعرفة في السلعة واستخداماتها.

يمثل الطلب الفعال محور اهتمام الاقتصاديين ورجال الإعمال والمدراء، ولكن الطلب الكامن والمتوقع فهما محور اهتمام رجال الأعمال والمدراء أكثر من غيرهم. تكمن أهمية ان يحدد الطلب الكامن والمتوقع بأنهما يقدمان فرصا تسويقية لأي منشأه إذا تم تحديديهما وتقديريهما بدقه من قبل إدارة هذه المنشأة.

دالة الطلب:

تعريفها: طبيعة العلاقة بين الكميه المطلوبة من سلعه والعوامل المؤثرة والمحددة لتلك الكميه.

العوامل المحددة لدالة الطلب (المتغيرات المستقلة):

1. السعر
2. أسعار السلع البديلة والمكملة.

3. توقعات المستهلكين.

4. الدخل

5. الضرائب

6. سياسات التصدير والاستيراد

العوامل المطلوبة لإعداد برنامج التحليل والتنبؤ بالطلب:

1. المعلومات الخاصة بالسوق

2. المعلومات الخاصة بتحليل وتحديد ملامح الصناعة

3. المعلومات الخاصة بالمشروع

1. المعلومات الخاصه بالسوق وتضم أربعة مجموعات هي:

المستهلك:

- تحديد إجمالي عدد المستهلكين.
- التوزيع الجغرافي للمستهلكين.
- الدخل الإجمالي.
- نمط توزيع الدخل على المستهلكين.
- أسلوب توزيع دخل المستهلك على السلع والخدمات المختلفة.

- ذوق المستهلكين على مختلف السلع والخدمات.
- توقعات المستهلك حول الأسعار للسلعة.

المركز الحالي لنشأة المنشأة أوالمشروع:

- المستوى الحالي للمبيعات
- تطور المبيعات
- المخزون من المنتجات الجاهزة
- تطور المخزون
- حصة المنشأة من السوق
- التغيرات الموسمية في مبيعات المنشأة من السوق
- المنتجات الجديدة المتوقعة للمنشأة
- المنشآت الأخرى التي تنتج نفس السلعة المراد إنتاجها أوسلعه مكمله لهذه السلعة

طبيعة السوق:

- تقدير حجم السوق من خلال تقدير حجم الطلب
- تحليل مرونة الطلب السعريه والدخليه للسلعة
- المنتجات المنافسة

- نوعية المنتجات
- عدد المنافسين وخصائصهم
- تكاليف الإعلان والترويج للسلعة
- أسلوب التسويق ومنافذ التسويق
- المستوى العام للأسعار
- المنتجات المماثلة

البيئة الاقتصادية:

- المناخ الاقتصادي
- طبيعة النشاط الاقتصادي(زراعي،صناعي،تجاري)
- العمالة والبطالة
- الأجور
- سياسات الحكومة التصديرية والاستيراديه
- سياسات الاستثمار
- الضرائب
- نمو السكان

- التضخم
- معدلات النموالاقتصادي
- مستوى نمو الدخل القومي والفردي وأسلوب توزيعه.

2. **المعلومات الخاصه بتحليل وتحديد ملامح الصناعه:**

- طبيعة السلعة والسوق
- النمووالربحية
- أسلوب الإنتاج الممكن اعتماده
- حجم رأس المال اللازم لإقامة المشروع
- التسويق
- المنافسة
- اتجاه تطور الطلب.

3. **المعلومات الخاصه بالمشروع:**

- التسهيلات الحالية والمتوقعة الخاصة باستغلال الطاقة الانتاجيه
- مدى إمكانية الحصول على المكائن
- برنامج الصيانة والتدريب

- سياسات المشروع التسويقية والانتاجيه والسعريه
- تحديد موقع المشروع
- الحجم المناسب
- تحديد القوى العاملة
- مدى توفر راس المال ومصادر التمويل

الأساليب المستخدمة في تقدير الطلب على سلعه او خدمه معينه:

- الأساليب الاحصائيه الممكن استخدامها في تقدير الطلب على سلعه

1. الوسط الحسابي
2. معامل الارتباط والانحدار
3. أسلوب السلاسل الزمنية

1. الوسط الحسابي:

يعتبر هذا الأسلوب من ابسط الأساليب الاحصائيه المستخدمة لتقدير الطلب على سلعه ما، ومن البيانات التي يمكن إن تساعد في تقدير الطلب باستخدام الوسط الحسابي(حجم السكان،حجم الاستهلاك الإجمالي،معدلات نمو السكان)

مثال: ما حجم الطلب المتوقع على سلعه (x) المدينة (س) للسنوات الخمس القادمه، اذا توفرت لديك المعلومات الافتراضية التالية:

1- بلغ إجمالي السكان في المدينة (س) في عام 1990 مليون نسمه

2- بلغت الكميه المستهلكة من السلعة(x) عام 1990 حوالي 20 مليون وحده

3- عدد السكان في المدينة سيكون (1040000) نسمه في عام 1993 و(1169858) نسمه في 1994 و(1216652) نسمه في عام 1995.

الحل:

متوسط استهلاك الفرد من السلعة (x) لعام 1990= الاستهلاك الكلي ÷ عدد السكان

20 = 1000000 ÷ 20000000

لاحتساب متوسط استهلاك الفرد من السلعة(x) لبقية السنوات مع افتراض ثبات الكميه التي الفرد من خلال الجدول التالي:

السنة	عدد السكان	متوسط استهلاك الفرد من السلعة x بالوحدة	الطلب المتوقع من السلعة (x)

20000000	20	1000000	1990
20800000	20	1040000	1991
21632000	20	10814600	1992
225497280	20	112486	1993
203397160	20	1169858	1994
2433040	20	1216652	1995

المراجع

1- د. خالد أمين عبد اللـه، العمليات المصرفية، دار وائل للنشر، الأردن، 2000

2- د. خليل محمد حسن الشماع، الإدارة المالية، الطبعة الرابعة، مطبعة الخلود، بغداد، 1992.

3- د. زياد رمضان، إدارة الأعمال المصرفية، الطبعة السادسة، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأدرن، 1997.

4- د.زياد رمضان، أ. محفوظ أحمد جودة، الاتجاهات المعاصرة في البنوك، دار وائل للنشر، 2000.

5- د. طارق طه، إدارة البنوك، كنج مريوط، الاسكندرية، 1999.

6- د. صلاح حسن الحسيني، د. مؤيد عبد الرحمن الدوري، إدارة البنوك مدخل كمي واستراتيجي معاصر، دار وائل للنشر، الأردن، 2000

7- د. محمد صالح جابر، الاستثمار بالاسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية، مؤسسة الفليج للطباعة والنشر، الصفاء، الكويت.

8- د. مروان عوض، العملات الاجنبية الاستثمار والتمويل، معهد الدراسات المصرفية، عمان، 1988

9- د. منير إبراهيم هندي، ادوات الاستثمار في أسواق راس المال، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية 1999

10- د. منير إبراهيم هندي، إدارة البنوك التجارية، مدخل اتخاذ القرارات، الطبعة الثالثة، المكتب العربي الحديث، الاسكتدرية 1996.

11- الدسوقي إيهاب؛ اقتصاديات كفاءة البورصة؛ دار النهضة العربية؛ القاهرة -200 –

12- الخضيري محسن أحمد ؛ كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة ؛ اينزاك للنشر و التوزيع ؛ مصر -1999-

13- جمال ناجي؛ إدارة المحافظ للأوراق المالية؛ غير مذكورة ؛ 1998

14- مطر محمد ؛ إدارة المحافظ الإستثمارية ؛ مؤسسة الورق للنشر و التوزيع؛عمان؛ الأردن 1999

15- هندي ابراهيم ؛ صناديق الإستثمار في خدمة صغار و كبار المدّخرين؛ توزيع منشأة للمعارف بالإسكندرية ؛ مصر -1999-

16- هندي ابراهيم ؛ الفكر الحديث في محال الإستثمار ؛ توزيع منشأة للمعارف بالإسكندرية؛ مصر -1996-.

الفهرس





دار الجنـــــادرية للنشر والتوزيع
الأردن - عمـــــان
تـــــلفاكـــــس ٠٠٩٦٢٦٤٧٧٨٧٧٠
جـــــوال ٠٧٩٦٢٩٦٥١٤
ص.ب ٥٢٠٦٥١ عمـــــان ١١١٥٢ الأردن
Email : dar_janadria@yahoo.com


ISBN 978-9957-580-77-3
9 789957 580773 >